

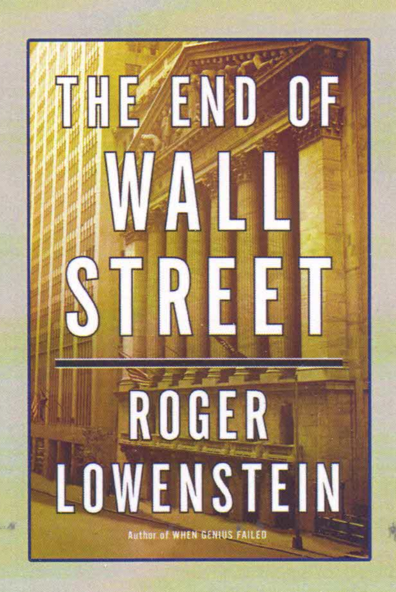
نهاية وول ستريت

تأليف: روجر لونشتاين

ترجمة: محمد حرفوش

2579





يحملنا هذا الكتاب في رحلة عن أشد شؤون الحياة واقعية على جناح من السرد الدرامي الممتع؛ فالكاتب يتناول أزمة الرهون العقارية وممارسات حي المال الأشهر في العالم، وول ستريت، وتأثير هذه الممارسات على الاقتصاد بصفة عامة في الولايات المتحدة وجزء كبير من العالم. ويرصد الكاتب وقائع حقيقية في عالم الاقتصاد والشركات الأمريكية العملاقة التي وُصفت بأنها "أكبر من أن تفشل"، ووول ستريت الذي كان علماً على نجاح الرأسمالية العالمية. لكن الكاتب يقترب من شخصيات كبيرة، مثل بن برنانكي رئيس الاحتياط الاتحادي، وهنري بولسون وزير الخزانة في ذاك الوقت، ومجموعة من رؤساء الشركات العملاقة، حتى يكاد القارئ يحس قلقهم، ويسمع أنفاسهم في أزمة طاحنة زلزلت الاقتصاد العالمي برمته.

تصميم الغلاف: نيرفانا

نهاية وول ستريت

المركز القومى للترجمة
تأسس فى أكتوبر ٢٠٠٦ تحت إشراف: جابر عصفور
مدير المركز: أنور مغيث

- العدد: 2579
- نهاية وول ستريت
- روجر لونشتاين
- محمد حرفوش
- اللغة: الإنجليزية
- الطبعة الأولى 2016

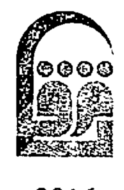
هذه ترجمة كتاب:
The End of Wall Street
By: Roger Lowenstein

شارع الجبلاية بالأوبرا- الجزيرة- القاهرة. ت: ٢٧٣٥٤٥٢٤ فاكس: ٢٧٣٥٤٥٥٤
El Gabalaya St. Opera House, El Gezira, Cairo.
E-mail: nctegypt@nctegypt.org Tel: 27354524 Fax: 27354554

نهاية وول ستريت

تـأليـف : روجـر لونشـتـاين

ترجـمـة : مـحـمـد حـرفـوش



2016

بطاقة الفهرسة

إعداد الهيئة العامة لدار الكتب والوثائق القومية

إدارة الشئون الفنية

لونشتاين، روجر

نهاية وول ستريت/ تأليف : روجر لونشتاين؛ ترجمة : محمد حرفوش

ط ١- القاهرة : المركز القومى للترجمة؛ ٢٠١٦

٤٥٦ ص، ٢٤ سم

١- الأزمات الاقتصادية

٢- البنوك

٣- البورصات

(أ) حرفوش ، محمد (مترجم)

(ب) العنوان ٣٣٨,٥٤

رقم الإيداع ٢١٠٠٥/٢٠١٤

الترقيم الدولى I.S.B.N. 978 - 977 - 718 - 923 - 1

طبع بالهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية

المحتويات

إهداء

إلى جودى التى رأتنى وأنا أعيش هذا وأكثر منه

قائمة الشخصيات الواردة فى الكتاب

ديڤيد أندروكونيس، كبير مسؤولى المخاطر فى فريدى ماك، حذر من أن القروض البديلة عالية المخاطر من الفئة إيه يساء استخدامها.

شيلا سى. بير، رئيسة هيئة تأمين الودائع الاتحادية، دخلت فى جدل محتدم مع بولسون وبرنانكى وضغطت من أجل مساعدة أصحاب المنازل.

توماس سى. باكستر الابن، مستشار الاحتياطى الاتحادى فى نيويورك، نصح ليمان بأن تتقدم بطلب إفلاس.

ريتشارد بيتى، الرئيس التاريخى لسمسون ثاتشر آند بارتليت، أشار على وليمستاد من إيه. أى. جى بأن الإفلاس أحد الحلول.

بن برنانكى، خليفة آلان جرينسبان فى منصب رئيس الاحتياطى الاتحادى الأمريكى فى الأول من فبراير شباط، ٢٠٠٦؛ وكان من قبل أستاذًا مميزًا جادل بأن الفقاعات يجب أن "تُفثأ"؛ بعد أن جاهد الانهيار بشدة لتوفير السيولة.

دونالد بيرنشتاين، شريك فى ديڤيد بولك آند واردوول، اضطلع بالمهمة الشاقة فى فصل الأصول "السيئة" عن "الجيدة".

ستيفن بلاك، المشارك فى رئاسة بنك جيه. بى مورجان تشيس الاستثمارى والذراع الأيمن لجيمى ديمون.

لويد سى. بلانكفين، كبير المديرين التنفيذيين ناعم الحديث لجولدمان ساكس، كان مقربًا من بولسون لمواساة منافسيه.

بروكسلى بورن، أدارت لجنة تجارة الأسهم بالأجل فى نهاية التسعينيات، وسحق محاولتها لتنظيم المشتقات منظمون أشد نفوذًا.

دوجلاس براونشتاين، المسؤول المصرفى الاستثمارى الكبير فى جيه. بى. مورجان، حاول أن يضع خطة متكاملة لإنقاذ إيه. أى. جى.

وارين إ. بافيت، المستثمر الملياردير، أشير إليه مرارًا باعتباره منقذًا محتملا: للبنوك الاستثمارية المتعثرة.

أرين كالان، المسؤول المالى الكبير فى ليمان.

ديفيد كارول، المدير البارز فى واتشوفيا، رن هاتفه البلاكبيرى فجأة أثناء مباراة لكرة القدم.

جوزيف كاسانو، جعل من وحدة المنتجات المالية فى إيه. أى. جى مصدر قوة كبيرة شديدة الانكشاف على خسائر مقايضة العجز الائتمانى.

جيمس إ. (جيمى) كاين، كبير المديرين التنفيذيين لشركة بير ستيرنز الذى يلعب الورق، واستقال بعد تصاعد مشكلات الشركة.

إتش. رودجين كوهن، الشريك الشبيه بشخصية زيلك[1] فى شركة سوليفان آند كروموبل، شارك فى عدة مفاوضات عالية المخاطر فى وول ستريت.

(١) شخصية فى فيلم بعنوان الشخصية من إخراج وودى آلان الذى يلعب دور الشخصية التى تتقمص الشخصيات القوية حولها فى مسعًى لتتواءم مع العالم وتحظى بالحب. (المترجم)

كروستوفر كوكس، رئيس لجنة البورصة والأوراق المالية.

جيمس (جيم) كرامر، مذيع برامج الأسهم فى التليفزيون، انخرط فى خطاب صاخب بشأن بطء برنانكى فى خفض معدلات الفائدة.

جريجورى كيرل، مبرم الصفقات لبنك أوف أمريكا، كُلف بالتفاوض مع ميريل لينش.

إنريكو دالافيكتشيا ، كبير مسؤولى المخاطر فى فانى ماى، حذر رؤساءه من مخاطر فى المحفظة المالية.

ستيفن جيه. دانهاوسر، رئيس شركة وويل، جوتشال آند مانجز القانونية، خشى من أن يكون إفلاس ليمان كارثيًا.

الستير دارلينج، وزير الخزانة البريطانية، أكد أن بريطانيا لا تستطيع إنقاذ ليمان.

روبرت إدوارد دايموند الابن، كبير المديرين التنفيذيين لباركليز كابيتال، حث الولايات المتحدة على ضمان تعاملات ليمان حتى يستحوذ عليها البنك البريطانى.

جيمس إل. (جيمى) ديمون، كبير المديرين التنفيذيين لجيه. بى. مورجان تشيس، قلص بهدوء ومنهجية انكشافه على البنوك الأخرى لحماية بنكه.

إريك آر. دينالو، مشرف التأمين لولاية نيويورك، أقر مسعًى معقدًا للحصول على سيولة لإيه. أى. جى. ليُبقى آمالها حية.

كريستوفر جيه. دود، رئيس اللجنة المصرفية لمجلس الشيوخ، حصل على قرض غير عن طريق المحاباة من أنجلو موزيلو ومساهمات كبيرة فى حملة من فانى ماى وفريدى ماك.

وليام دودلى، رئيس الأسواق فى الاحتياطى الاتحادى لنيويورك (رقى إلى منصب رئيس البنك فى عام ٢٠٠٩).

جون سى. دوجان، مراقب العُملة، حث أقرانه من المنظمين أن يشددوا قواعد الرهون العقارية.

لورى فايف، الشريك فى ويل جوتشال، قاد الساهرين لإنقاذ جثمان ليمان.

لورانس دى. فينك، المدير التنفيذى لبلاك روك، الذى يتحدث بصراحة عن وول ستريت من داخله.

جريجورى فليمينج، رئيس ميريل لينش، حث بحماس شديد ثاين على الاندماج مع بنك أوف أمريكا.

جيه. كريستوفر فلاورز، مستثمر فى الأسهم الخاصة اعتاد على الظهور فى المنعطفات المهمة فى وول ستريت.

بارنى فرانك، عضو ذو نفوذ فى الكونجرس وحليف "لتوأمى" الرهون العقارية فانى وفريدى.

ريتشارد فولد، كبير المديرين التنفيذيين لليمان وروح الشركة، بحلول خريف عام ٢٠٠٨، كان أكثر مدير تنفيذى بقاءً فى منصبه فى وول ستريت.

جيمس جى. (جيمى) جامبل، الشريك فى سيمسون ثاتشر الذى يمثل إيه. أى. جي، طلب من الحكومة أن تحسن شروطها.

تيموثى جايتنر، رئيس البنك الاحتياطى الاتحادى لنيويورك، كان أكثر استعداداً لخطط إنقاذ البنوك عما كان عليه بولسون فى بداية الأمر؛ خلف بولسون كوزير للخزانة عام ٢٠٠٩.

مايكل جيلباند، مسؤول مصرفى حث فولد على أن يخفض مستوى مخاطر الشركة؛ وخشى فى وقت لاحق أن يطلق الإفلاس "قوى الشر".

جوزيف جريجورى، رئيس ليمان، قام بحماية فولد لكنه كان بطيئًا فى الرد على تنامى مخاطر الشركة.

موريس آر. جرينبيرج، احتل منصب كبير المديرين التنفيذيين لإيه. أى. جى لفترة طويلة، أجبره إليوت شبيتزر المدعى العام لولاية نيويورك، فى عام ٢٠٠٥، على ترك منصبه نتيجة فضيحة محاسبية بينما كانت مخاطر أيه. أى. جى تتصاعد.

آلان جرينسبان، رئيس الاحتياطى الاتحادى من عام ١٩٨٧ إلى عام ٢٠٠٦، خفف بشكل كبير الشروط النقدية وجادل بأن أدوات مثل المشتقات بحاجة إلى تنظيم من الحكومة.

إدوارد دى. هيرلهى، الشريك فى شركة ووتشويل، ليبتون، روزن آند كاتز، وهو مستشار مقرب لبولسون وكين لويس وجون ماك وآخرين.

جون هوجان، مسؤول المخاطر فى بنك جيه. بى. مورجان الاستثمارى؛ بعد أن تجاهلت ليمان نصيحته، قيد تعاملات مورجان مع الشركة.

دان جيستر، واحد من عدد من المسؤولين المصرفيين فى جولدمان الذين اختارهم بولسون للخزانة وأصبح الرجل الذى كلفته الحكومة بمهمة إيه. أى. جى.

جيمس إيه. جونسون، كبير المديرين التنفيذيين لفانى ماى خلال فترة تسعينيات القرن الماضى، أعاد هيكلة عملية تمويل الرهون العقارية لتصبح قوة سياسية هائلة.

كولم كيلير، كبير مسؤولى التمويل فى مورجان ستانلى، حث المستثمرين فى غمرة حالة الهلع بأن يتحلوا بالحكمة.

بيتى كيلى، كبير نواب رئيس ميريل، حاول أن يثنى رئيسه، أونيل، عن شراء شركة تصدر رهونًا عقارية عالية المخاطر.

روبرت بى. كيلى، كبير المديرين التنفيذيين لبنك نيويورك ميلون.

كيرى كيلينجر، كبير المديرين التنفيذيين لواشنطن ماتشوال، تصور أن بيع الرهون العقارية الخطرة لا يفرق كثيراً عن البيع بالتجزئة.

روبرت كيندلر، المسؤول المصرفى فى مورجان ستانلى، اقترح قبول رأسمال مكتوب على منديل مائدة.

أليكس كيرك، المسؤول المصرفى السابق فى ليمان الذى عاد بعد تعديلات فى الإدارة، فى يونيو حزيران. فى عام ٢٠٠٨، حاول تقليص المخاطر فى الشركة.

دونالد كوهن، المحافظ المخضرم للاحتياط الاتحادى، المعلم غير الرسمى لبرنانكى.

ريتشارد إم. كوفاسيفيتش، كبير المديرين التنفيذيين لبنك ويلز فارجو، اختار جامعة ستانفورد ومستقبلاً مهنيًا فى البنوك على الاحتراف فى كرة البيسبول.

بيتر كراوس، المسؤول المصرفى الذى حظى براتب كبير فى ميريل، وعمل سابقًا فى جولدمان، تابع بيع جزء من ميريل إلى شركته السابقة.

جيف كرونتال، رئيس قسم الرهون العقارية فى ميريل؛ حذره أدى إلى إقالته.

كينيث دى. لويس، كبير المديرين التنفيذيين لبنك أوف أمريكا، اشتهى الاستحواذ على ميريل لينش وشارك أيضًا فى سباق مطاردة ليمان.

جيمس (جيمى) لى الابن، نجم جيه. بى. مورجان فى العمليات المصرفية عالية العائد، توصل إلى أن إيه. أى. جى. تحتاج إلى أموال إنقاذ بقيمة ٨٥ مليار دولار لتبقى.

آرثر سى. ليفيت، رئيس لجنة البورصة والأوراق المالية الأمريكية خلال تسعينيات القرن الماضى، رغم سمعته بوصفه مسؤولا عن اللوائح المنظمة شديد المراس، انضم إلى جرينسبان وروبن وسامرز للتصدى لبروكسلى بورن.

جون ماك، كبير المديرين التنفيذيين لمورجان ستانلى، تصدى لصناديق التحوط ورفض تلقى أوامر من واشنطن.

ديريك ماغوان، مصرفى من كوهلبيرج كرافيس آند روبرتس، حاول أن يلقى طوق نجاة لإيه. آى . جى.

بارت مكداد، المسؤول المصرفى الهادئ الذى رُقى إلى منصب الرئيس فى يونيو حزيران، عام ٢٠٠٨، فى حين كانت الشركة تتجه إلى الحافة.

هوغ إ. (سكيب) مكجى الثالث، رئيس قطاع الاستثمار المصرفى لليمان، أخبر فولد دون مواربة أنه يحتاج لتغيير.

هارفى آر. ميلر، خبير الإفلاس فى ويل جوتشال، كلف فريقًا بأن يعمل على ليمان باسم حركى.

جيرى ديل ميسير، رئيس باركليز كابيتال، سعى إلى إبرام صفقة اللحظة الأخيرة مع ليمان.

أنجلو موزيلو، كبير المديرين التنفيذيين لكانتريوايد فاينانشيال ومروج من طراز أصلى، وجسد حقبة الرهون العقارية عالية المخاطر.

دانييل مود، كبير المديرين التنفيذيين لفانى ماى، كافح كى يرضى الكونجرس و وول ستريت معًا.

ديفيد ناسون، مسؤول الخزانة الأمريكية الذى انخرط فى جهود إصلاح فانى وفريدى، وقوبلت زيارته للسناتور شومر برد مهين.

ستانلى أونيل، كبير المديرين التنفيذيين لميريل لينش، صعق عندما علم بشأن محفظة مصرفه المالية، سعى جاهدًا لبيع الشركة.

جون جيه. أووروس، العضو المنتدب لجيه. سى. فلاورز آند كو، تقدم بطلب بسيط لإيه. أى . جى.

ڤيكرام بانديت، بعد شهور من انضمامه إلى سيتى جروب رقى إلى منصب كبير المديرين التنفيذيين خلفًا لبرينس.

هنرى إم. (هانك) بولسون الابن، وزير الخزانة من منتصف عام ٢٠٠٦ إلى ٢٠ يناير كانون الثانى، عام ٢٠٠٩، كان من أنصار السوق الحر وتحول إلى مناصر قوى لسياسة تدخل الحكومة.

لارى بيتكوسكى، المستثمر فى الصناديق الاستثمارية التعاونية الذى توصل إلى اكتشاف مدهش بشأن ازدهار الإسكان فى مقهى لسلسلة دانكن دوانتس.

ستيفانى بومبوى، كاتبة نشرات أخبار ومستشارة، تنبأت بـ "نتن ائتمانى" فى نهاية عام ٢٠٠٦.

روث بورات وروبرت سكلى، المصرفيان فى مورجان ستانلى اللذان اضطلعا بمهمة شبه مستحيلة: النصح لبولسون بشأن فانى وفريدى.

تشارلز أو. (تشوك) برينس الثالث، كبير المديرين التنفيذين لسيتى جروب خلفًا لساندى وويل، استقال عندما بدأ البنك يراكم خسائر هائلة.

فرانكلين ديلانو رينز، كبير المديرين التنفيذين لفانى ماى من عام ١٩٩٩ إلى ٢٠٠٤، تعهد بأن يضغط من أجل "فرص لأشخاص ذوى جودة ائتمانية أقل".

لويس إس. رانيرى، تاجر من سولمون برازرز يعتبر أب الأوراق المالية للرهون العقارية.

كريستوفر ريكاردى، تاجر من ميريل تعامل فى أسهم التزامات الدين المكفولة بضمان من نيويورك إلى سنغافورة.

ستيفن إس. روتش، كبير الاقتصاديين فى مورجان ستانلى، ذكر المسكوت عنه: الأشخاص الذين يبيعون أسهم مورجان ستانلى على المكشوف هم عملاؤه.

جوليان روبرتسون، أسطورة صناديق التحوط الذى تحول إلى خصم لمورجان ستانلى.

روبرت إل. رودريجيث، كبير المديرين التنفيذيين لفيرست باسيفيك أدڤايزرز (إف. بى. أى. هـ)، مدير صندوق حذر بشكل وسواسى، جسدت كوابيسه المخالفات الخطيرة لسلامة أسواق الائتمان.

روبرت روبين، رئيس لجنة المدراء لسيتى جروب؛ وزير الخزانة السابق الذى اشتهر بنهجه الحذر فى المخاطرة فشل فى تطبيقه فى سيتى جروب.

جين بايرو روسو، رئيس وحدة الوسطاء فى جيه. بى. مورجان، أجرى مكالمة صعبة لليمان.

توماس إيه. روسو، نائب رئيس ليمان، رأى عاصفة الائتمان قادمة لكنه عول على سيولة الاحتياط الاتحادى وعلى المستثمرين فى الخارج لإنقاذ وول ستريت.

هربرت وماريون ساندلر، الزوج والزوجة المشاركان فى رئاسة جولدن ويست سيڤينجز آند لون، وهى شركة إقراض حظيت باحترام كبير قبل أن تقفز فى خضم الرهون العقارية المعدلة الفوائد.

بريان شرايبر، رئيس قسم التخطيط فى إيه. أى. جى؛ بحث بحماس شديد عن الائتمان مع تراجع وول ستريت.

تشارلز إ. شومر، السناتور الديمقراطى من نيويورك، رفض الحاجة إلى "إعادة هيكلة كبيرة" لفانى وفريدى.

ألان دى. شوارتز، حل محل كاين بوصفه كبير المديرين التنفيذيين لشركة بير، واتصل بجيمى ديمون للحصول على مساعدة.

جان شيربورن، المستشار القانونى العام لواتشوفيا، عالج ببراعة عروض الاندماج المتنافسة.

جوزيف سان دينيس، المدقق المالى الداخلى فى إيه. أى. جى؛ لقيت تقاريره ردوداً بذيئة.

روبرت كيه. ستيل، وكيل وزارة الخزانة الأمريكية وموضع الثقة المقرب من بولسون، ترك الحكومة ليصبح كبير المديرين التنفيذيين لواتشوفيا.

مارتن جيه. سوليفان، حل محل جرينبيرج كرئيس لإيه. أى. جى لكن كافح لإحكام القبضة على مخاطر التزامات الدين المكفولة بضمان.

لورانس سامرز، النائب العنيد لروبن فى وزارة الخزانة، ساعد فى إحباط تنظيم المشتقات؛ وفى وقت لاحق، بوصفه وزيراً للخزانة، تشكك بشأن فانى وفريدى؛ عينه أوباما مستشاراً اقتصاديا للبيت الأبيض.

ريتشارد سيرون، المدير التنفيذى لفريدى ماك فى حين كانت تتراكم محفظة رهون عقارية هائلة.

جون تاين، المدير السابق لجولدمان الذى حل محل أونيل بوصفه كبير المديرين التنفيذيين لميريل لينش؛ بعد مبيعات مبكرة للأسهم رفض نصيحة جمع المزيد من الأسهم.

جى. كيندى (كين) طومسون، كبير المديرين التنفيذيين لواتشوفيا، استحوذ على جولدن ويست الصاعدة رغم أنه توقع أنها قد تؤدى إلى إقالته.

باولو تونتشى، أمين صندوق ليمان، أعد قائمة بالأصول التى لم يطلب الاحتياطى الاتحادى قط بأن يراها.

ديفيد فينيار، مدير ونائب رئيس وكبير المسؤوليين الماليين فى جولدمان، انتابه القلق عندما خسرت محفظة الرهون العقارية للشركة أموالاً فى عشرة أيام متوالية.

مارك والش، مصرفى العقارات التجارية فى ليمان، أبرم صفقات مخاطر فى سوق مضطرب.

كيفين وارش، محافظ الاحتياطى الاتحادى وزميل برنانكى، انتابه القلق من دعم الخزانة لفانى وفريدى.

سانفورد أى. (ساندى) ويل، مهندس سيتى جروب الحديثة، تقاعد فى عام ٢٠٠٣ دون أن يحقق حلمه فى إقامة سوبر ماركت كبير متضافر.

ميريديث ويتنى، محللة وول ستريت، تقريرها عن سيتى جروب دمر الأسهم.

روبرت ولمستاد، تقاعد من منصب مدير سيتى جروب، وعين مديراً لإيه. أى. جى فى يونيو حزيران عام ٢٠٠٨؛ اعتقد أن لديه ثلاثة أشهر ليتوصل إلى خطة.

كيندريك ويلسون، مستشار بولسون ومبعوثة إلى وول ستريت، أصيب بالذهول عندما علم أن وزارة الخزانة لم يكن لديها خطة.

بارى زوبرو، مسؤول المخاطر فى جيه. بى. مورجان، أذاع النبأ فى شركات وول ستريت لتقلص مخاطرها.

مقدمة

فى نهاية صيف عام ٢٠٠٨، بينما كانت ليمان برازرز تترنح على الحافة، قُرعت أجراس وول ستريت. واحتشد صفوة المصرفيين الأمريكيين فى محاولة لإنقاذ ليمان، لكنهم كانوا يقاتلون من أجل شىء أكبر من المؤسسة الموقرة التى عمرها ١٥٨ عامًا. واستبدت بستيفن بلاك، المدير التنفيذى المخضرم لجيه. بى. مورجان، الرغبة فى أن يبدأ بإنقاذ الصحف اليومية، مقدرًا أن أحداثًا تاريخية توشك أن تحدث. وفى يوم الأحد، ١٤ سبتمبر أيلول، ومع مرور الساعات، تجمع موظفو ليمان فى الشركة غير راغبين فى قول كلمة الوداع، ويملأهم الخوف مما ينتظرهم. ومع حتمية الإفلاس، تسللوا إلى الحانات لشرب النخب الأخير، كما فعل الناس ذات مرة قبيل معركة عظيمة ورهيبة. وجازف أحد الأشخاص وقال: إن "قوى الشر" على وشك الانطلاق فى المجتمع الأمريكى. وكأن فشل ليمان هو الأكبر فى التاريخ الأمريكى، لكن كان هناك شركة مالية أخرى، هى المجموعة الأمريكية الدولية للتأمين (إيه. أى . جى)، لم يكن يفصل بينها وبين انهيار أكبر إلا ساعات. واستولت الحكومة الاتحادية لتوها على فانى ماى وفريدى ماك، حصنى صناعة الرهون العقارية. وعشرات البنوك، الكبيرة والصغيرة، وقفت على حدود العجز عن سداد الديون. ولم يكن وباء الفشل المؤسسى قد بدأ فى توصيف العمق الحقيقى للأزمة، فالنظام المالى نفسه تقوض. فالبنوك لا تستطيع الإقراض، والمستثمرون لا يقترضون، والشركات لا يمكنها السداد. وملايين الأمريكيين مهددون بفقدان منازلهم. وعندما وصلت قشعريرة وول ستريت بشكل كامل إلى الاقتصاد، تقلص كما لم يفعل منذ الكساد الكبير. وخسر ملايين الأشخاص وظائفهم وتحطمت سوق الأسهم (أسوأ سقوط لها منذ ثلاثينيات القرن

الماضى). وحطم حبس المنازل المرهونة كل رقم قياسى؛ وتقدم اثنان من ثلاثة من مصنعى السيارات فى أمريكا بطلب إعلان إفلاس، والبنوك نفسها فشلت بأعداد كبيرة. وتحطمت الثقة فى نظام الأسواق الأمريكية التى كان يعتقد أنها بلغت قمة مثالية فى فلسفة "دعه يعمل".

دفعت الأزمة الحكومة بأن تتدخل، وهو الأمر الذى كان يعتقد حتى وقت قريب أنه غير متصور. وفى أقل من جيل بعد انهيار جدار برلين، عندما كانت العقيدة السائدة ترى أن السوق الحرة يمكنها أن تحكم نفسها، وبينما كان من المقدر فيما يبدو أن يكون التنظيم المالى شيئًا منعدم الصلة تقريبًا، أجبرت الولايات المتحدة على إضفاء صفة الاشتراكية على الإقراض ومخاطر الرهون العقارية، بل وملكية البنوك على نطاق كان من الممكن أن يجعل لينين يبتسم. وأثبتت العلاجات المالية الهائلة كلا من فشل أيديولوجية وول ستريت وأفول عصره الذهبى. وعلى مدار سنوات، أسرف الخبراء الماليون الأمريكيون فى الاضطلاع بمزيد من السلطة ومزيد من الإيمان بقدرتهم على الإحصاء وتحصين أنفسهم ضد المخاطر.

ونتيجة لهذا الإيمان، طوق البنوك والمستثمرون، الأمريكى المتوسط بديون الرهون العقارية بشروط غير معقولة وتتسم بالمضاربة لدرجة انقلب معها، فى نهاية المطاف، ليس فقط الاقتصاد الأمريكى بل الاقتصاد العالمى. ونمت المخاطر منذ بداية العقد، عندما بدأ مقرضون مغمورون، مثل أنجلو موزيلو، يحركون المياه بإصدار رهون عقارية عالية المخاطر. لكن قبل ذلك بكثير، أعلن موزيلو أن حتى الأمريكيين الذين لا يستطيعون أن يدفعوا مالاً يجب "إقراضهم" المال لشراء منزل، ولم يمض وقت طويل بعد ذلك حتى أتاح موزيلو الأمر: منازل مجانية.

لكن فى الحقيقة، بدأت الحقبة قبل موزيلو ورهطه بكثير. فبذورها تمتد إلى أعقاب فترة سبعينيات القرن الماضى، مع تحرير النظام المصرفى والأسواق. وقبل ذلك كان التمويل نشاطًا اقتصاديًا سكونيًا يلعب دورًا داعمًا فحسب فى الاقتصاد الأمريكى.

وكانت الولايات المتحدة دولة صناعية. وكان السياسيون وزعماء النقابات والمهندسون نجوم الولايات المتحدة وكان مصرفيو الاستثمار رماديين وباهتين.

وفى حقبة ما بعد الصناعية، وهو ما يمكن أن نطلق عليه "عصر الأسواق"، لم يعد الدبلوماسيون يعدلون قيمة العملات، بل اضطلع بهذا التجار فى وول ستريت. وأيضًا حددت الأسواق الرأسمالية العالمية الائتمان، وقررت جماعات من المستثمرين الساعين وراء الربح، وإن كان تركيزهم على المدى القصير، أى الشركات تُباع وأيها تُشترى.

وأصبح التمويل صناعة للنمو، ترتكز على أوراق مالية جديدة ومعقدة. وطور وول ستريت حتى ذاك الحين مهارة فائقة لا يمكن تخيلها فى تحويل الأصول إلى أوراق مالية: قروض الطلبة، وديون المستهلك، وفوق كل هذا الرهون العقارية. وانتشر الرخاء فى هذه الحقبة بتساو أقل. وتخلف عمال المصانع ذات المداخن فى المنافسة العالمية، لكن مديرى العمليات المالية الذين أتقنوا تعقيدات وول ستريت حلقوا بأجنحة من ذهب. وأصبح التمويل فى ذاك الوقت شيئًا لا تقربه البلادة؛ والأسواق حيوية ومتغيرة دومًا. ونشط الأمريكيون المتوسطون كى يجاروا الخطى وتزايد لجوؤهم للاقتراض. وبحادثة سعيدة، فتح وول ستريت صنبور الائتمان. واكتشف الناس مصدرًا للسيولة لا شبهة فيه – القدرة على الاقتراض على منازلهم. ومع تمويل مستثمرين عالميين للرهون العقارية، غرقت الأسر العادية فجأة فى الديون. وأفسحت عادة الادخار، التى تشكلت فى ظل رخاء مؤقت تلا الحرب، الطريق أمام استهلاك جامح. وفى أواخر العقد الأول من القرن الحالى، أصبحت الأسرة الأمريكية النمطية تقترض أكثر مما تدخر مدعومة بالائتمان من دول أقل تقدمًا مثل الصين – فى تحول لافت للنظر عن القواعد التقليدية.

ومن المفارقات، أنه كلما مُنحت سلطة للأسواق، لجأ وول ستريت للاستعانة بالبيروقراطيين فى المساعدة. وأصبح فشل السوق ملمحًا مألوفا للعصر. ورغم هذا تمثلت العقيدة لدى الخبراء، فى وول ستريت وواشنطن، فى أن التمويل

الحديث هو أداة مثالية. وتحول تفضيل حلول السوق إلى شيء يقترب من إيمان أعمى بها. وبحلول منتصف العقد الأول من القرن الحالي، عندما بلغت روح العصر كمالها، اعتبرت الحقيقة ذاتها، التي تفيد أن الأسواق مولت الرافعة المالية للبنوك بالإضافة إلى الرهون العقارية للأفراد، دليلا على أن لا شيء خطأ في هذه الرافعة وأن لا شيء تستطيع أو يجب على الحكومة أن تحاول تقييده. واكتشف الممولون مفتاح تقليص المخاطرة، وأتقن الخبراء الماليون في البنوك المركزية، وهم متمسكون بثقافة السوق، الفن الغامض لتفادي الكساد بل حتى الصعود والهبوط العادي للدورة الاقتصادية. أو هكذا اعتقدوا.

ثم فتح انهيار ليمان الباب السحري في وول ستريت الذي تدفق منه مباشرة كل الشياطين المختفين والمبالغات الفكرية وغيرها التي تراكمت خلال فترة الازدهار. وعاني وول ستريت من أكثر الأسابيع كارثية في تاريخه، بما في ذلك إغلاق صناديق أسواق المال وحالة الهلع في صناديق التحوط وهروع المودعين إلى سحب أموالهم من شركات الاستثمار التي لا تزال قائمة. وبعدها، صُعق وول ستريت، ثم الاقتصاد الأمريكي، بفزع شبه دائم وفشل تضمن مسارعة المودعين إلى سحب أموالهم من البنوك التجارية وتجميد الائتمان وهدم مكان العمل الأمريكي بسبب الركود والهبوط السقيم لسوق الأسهم.

وألقي باللائمة للوهلة الأولى على ليمان (أو على المنظمين الذين فشلوا في إنقاذها) في اندلاع الأزمة. ومع تفاقم الركود، تزايد وضوح ضعف فرضية أن شركة واحدة هي السبب في الهلع. ولم تكن المشكلة في كثير مما أعقب ليمان بل في كثير مما سبقها. ولأكثر من عام، انفثأت ببطء مبالغات عصر السوق، وتحديداً فقاعة قروض المنازل. وتحولت الرافعة المالية إلى النقيض، وأطلقت عملية خفض الرافعة سلسلة من ردود الفعل القاتلة.

وفي الوقت الذي تقدمت فيه ليمان بطلب إعلان الإفلاس، انهار سوق الإسكان الأمريكي، المحرك المفرد للاقتصاد الأمريكي. وفي الحقيقة، كان السقوط في هذا الوقت

خبراً قديماً. وانخفضت أسعار المنازل على مدار تسعة أرباع متوالية، وزاد معدل التأخر عن سداد الرهون العقارية على مدار السنوات الثلاث السابقة ثلاثة أمثال. وفى أغسطس آب، قبل شهر من سقوط ليمان، انتزعت ملكية ٣٠٣ آلاف منزل مرهونة (ارتفاعًا من ٧٥ ألفًا قبل ثلاثة أعوام).

وتفشت الأزمة الخاصة بالرهون العقارية عالية المخاطر على مدار ١٨ شهراً، وكانت كل الشركات البارزة فى تقديم هذه الرهون العقارية، والتى بدأت التعثر فى بداية عام ٢٠٠٧، كانت جميعها، بحلول سبتمبر أيلول التالى، إما أنها انتهت أو تم الاستحواذ عليها أو على قائمة الشركات التى فى وضع حرج. وأيضًا، نزفت أزمة الرهون العقارية عالية المخاطر بشكل كامل فى وول ستريت. فمئات المليارات من الدولارات بالفعل من الرهون العقارية تحولت إلى أوراق مالية ثانوية غريبة خُزنت فى سجلات البنوك البارزة لوول ستريت، ناهيك عن المحافظ المالية الاستثمارية حول العالم. وبحلول سبتمبر أيلول، من عام ٢٠٠٨، انهارت هذه الأوراق المالية فى القيمة – وانهارت، معها، أسعار أسهم البنوك وسلعها. وفقد بنك جولمان ساكس، وهو أحد أقل البنوك تضرراً، ثلث قيمته فى السوق؛ وانخفضت قيمة مورجان ستانلى إلى النصف. ونزفت أزمة وول ستريت إلى الشارع التجارى. وعندما أُطيح بليمان، كان إجمالى العمالة قد انخفض بأكثر من مليون وظيفة. وتقلصت صناعات الصلب والألومنيوم والسيارات جميعها. واستنتج المكتب الوطنى للأبحاث الاقتصادية أن الركود بدأ فى ديسمبر كانون الأول، من عام ٢٠٠٧ – قبل تسعة شهور من أيام سبتمبر أيلول القدرية.

وبوصفها دليلا، كانت ليمان أكثر قرباً من القمة أو واحدة من سلسلة قمم فى طوفان طويل ومؤلم. وعندما سقطت، كانت اللحظة الحرجة قد مرت منذ زمن. وكانت البنوك قد عانت خسائر – بشعةً استنزفت رأسمالها، وكما كان مقرراً على البلاد أن تكتشف أن الرأسمالية دون رأسمال مثل الفرن دون وقود. وفجأة، أصبح الاقتصاد بارداً. وأينع الركود فى صورة أكثر الأزمنة دماراً فى فترات ما بعد الحروب. وفشل

لأول مرة، فى الحقيقة، النظام المالى الحديث الذى تتحكم فيه الأسواق، وليس السلطات السياسية، ذاتيًا فى تنكب المغامرة. وكان هذا نتيجة العاصفة القاتمة والقوية التى تجمعت لفترة طويلة عند شواطئ وول ستريت. وبحلول نهاية صيف عام ٢٠٠٨، لم يستطع وول ستريت، ولا العالم الأوسع، تفادى الضربة الوشيكة. وللبحث عن مصادر الانهيار، بل وأسبابه، يتعين علينا الرجوع إلى الوراء كثيراً.

تمهيد

تحذير مبكر

فى بداية عام ٢٠٠٦، فى عيد ميلاد لينكولن، حلم بوب رودريجيث حلمًا فى ضبابية نومه، رأى نفسه فى قاعة محكمة. كان رودريجيث فى قفص الاتهام، ومحام يلقى عليه أسئلة. هل السيد رودريجيث هو مدير شركة إف. بى. إيه. نيو إنكم فاند، وهو صندوق استثمارى يستثمر فى السندات؟ نعم سيدى. هل قدمه على أنه صندوق عالى الجودة؟ نعم، مرة أخرى. وانحنى المحامى أقرب. هل اشترى سندات فانى ماى وفريدى ماك، المشروعات الاستثمارية المفلسة التى ترعاها؟ مشروعات ترعاها الحكومة المفلسة؟ وتقلب رودريجيث فى سريره. نعم – لديه بالفعل. وقال المحامى لموكلته، وهى امرأة عجوز مستثمرة تحولت إلى الفاقة بسبب إدارة رودريجيث المتهورة (رغم أن رودريجيث فى حال نعاسه لا يستطيع أن يتذكر أنه كان متهورًا) ويستمر المحامى. هل يتفق السيد رودريجيث أن مدير الصندوق الحصيف يقرأ دائمًا بيانات التدقيق المالى للشركة قبل أن يشرع فى الاستثمار. إنه يتفق. هل كان السيد رودريجيث على دراية بأن لا فانى ولا فريدى لديهما حتى بيانات تدقيق مالى؟ استيقظ رودريجيث جافلاً متنفسًا بصعوبة. كانت الساعة تخطت منتصف الليل قليلاً.

كان الشعور الأول ارتياحًا: فما هو إلا حلم. وهو ليس فى محكمة وفانى وفريدى ليستا مفلستين. لكن الشعور بعدم الارتياح يتردد فى صدره. وفى الصباح، ظل الحلم زاهيًا فى ذهنه، وارتدى رودريجيث ملابسه بسرعة وقاد سيارته من منزله فى مانهاتن بيتش، وهى منطقة سكانية ساحلية بالقرب من لوس أنجليس، وتوجه إلى مكتب

فيرست باسيفك أدفيزورز (إف. بى. إيه)، حيث يدير هناك صندوق أسهم هو الأفضل أداءً، وأيضًا صندوقًا للسندات هو الأعلى تصنيفًا ائتمانيًا. وسرد رودريجيث حلمه على زملائه.

لا يعمل مكتب إف. بى. إيه فى نشاط تفسير الأحلام. كان المكتب مهتمًا بالحقائق. لكن حلم رودريجيث لم يكن بغير أساس: الحقيقة التى أربكت بشكل واضح لا وعيه هى أن لا فانى ولا فريدى استطاعتا تقديم إنتاج مجموعة ملائمة من السجلات لأكثر من عام. قليل جدا من المستثمرين يبالون بالأمر فيما يبدو. فسواء كانت هناك مشكلات محاسبية أم لا، فعملاقتا الرهون العقارية فانى وفريدى هما حصنا صناعة الإسكان الأمريكية. وبفضلهما، من المفترض أن ملايين الأمريكيين حصلوا على رهون عقارية بمعدلات فائدة أقل مما كان مقررًا لهم بغيرهما. وتمتعت الشركتان بدعم الحكومة الأمريكية التام، مما سمح لهما بالإقراض بمعدلات أقل من الشركات المالية الأخرى. وكل مدير ثابت الدخل فى النشاط الاقتصادى يمتلك سنداتهما. ومن واشنطن إلى بكين إلى روما، امتلك صف هائل من المستثمرين، من بينهم مؤسسات من القمة والكثير من الحكومات الوطنية، ما قيمته خمسة تريليونات دولار من سنداتها.

وأرضى الدعم الحكومى التام معظم المستثمرين، لكنه لم يرض رودريجيث الذى فحص الأوراق المالية العناية نفسها التى كان والده الصائغ الذى هاجر من المكسيك يقوم بها مع الجواهر. وبينما كان المستثمرون الآخرون يتظاهرون بالحذر من المخاطر، كان رودريجيث يعانى آلامًا هائلة ليتفاداها. وباعتباره من المؤمنين الخالصين بمذهب السوق، فلم يسترح إلا قليلاً بوعود الحكومة، سواء كانت مضمرة أو غير ذلك. كان رودريجيث صاحب اشتراك فى نشرات البنك الاحتياطى الاتحادى الأمريكى منذ غضاضة عامه العاشر. وبحسب ما يستطيع أن يحكى، فإن البلاد ظلت تضيف إلى قائمة ما ترغب فى أن تضمنه، منذ أن كان صاحب اشتراك، دون أن تحسب حساب كيف ستدفع مقابلا لكل هذا.

ذكر الحلم رودريجيث، بصفة عامة، أنه كان قلقًا بشأن أسواق الائتمان الأمريكية لبعض الوقت. فعلى مدار فترة امتدت عددًا من السنين، أصبح اعتماد المجتمع الأمريكى يتزايد على الديون. وحدث هذا على كل مستوى: المنزل والشركة والحكومة الاتحادية. فبعد الحرب العالمية الثانية، أبقت الأسر التى كانت لا تزال تعيش فى ظل الركود الكبير اقتراضها، فى المتوسط، فى حدود نحو خُمس دخلها الذى يمكنها التصرف فيه. وحتى نهاية سبعينيات القرن الماضى، كانت ديون الأسر أقل كثيرًا مما يكسبونه. لكن الآن، الأسرة المتوسطة مدينة بأكثر من ثلث ما تكسبه. وأصبحت الشركات المالية مثل البنوك وفانى وفريدى مكبلة بالائتمان. وفى الحقيقة، فإجمالى ديون الشركات المالية كان أكبر قليلاً من إجمالى الإنتاج المحلى - بمعنى، أنه أكبر من قيمة كل ما أنتجته الولايات المتحدة. وفى عام ١٩٨٠، كانت الديون تعادل خمس إجمالى الإنتاج المحلى[1]. وكان بعض أسباب حفلة الائتمان الصاخبة فى البلاد ثقافية. تطور نمط حياة الأمريكيين صوب الإنفاق وليس الادخار؛ وأصبحوا، على مراحل، أقل قلقًا، ثم ارتاحوا تمامًا لنزع البطاقات البلاستيكية فى حافظات نقودهم لأى غرض مفهوم.

وجعل إمكانية الحصول على الائتمان فى حد ذاته أمرًا يبدو أقل خطورة. فعلى كل حال، فالمقترض الذى لا يستطيع سداد قرضه نقدًا يمكن، عادةً، تمويله. وفقد المقرضون بصيرة التمييز، كما لو أن السيولة والقدرة على السداد أمر واحد والشىء نفسه. وشجع جذر معدلات الفائدة التى انخفضت أثناء الربع الأخير من القرن العشرين الناس والشركات على تهدئة الحذر من الائتمان الذى تشكل لدى الأجيال الأسبق. واهتدت معدلات الفائدة فى طريقها الهابط بشخص آلان جرينسبان، المستشار الاقتصادى، الذى كان من تلامذة أيان راند(*)، وتحول إلى خبير فى معدلات

(*) روائية وكاتبة مسرحية وفيلسوفة أمريكية روسية الأصل من أشهر أعمالها رواية The fountainhead. (المترجم)

الفائدة وشغل منصب رئيس الاحتياطى الاتحادى من عام ١٩٨٧ إلى فبراير شباط، من عام ٢٠٠٦ (تقاعد قبل أسبوعين من كابوس رودريجيث). ومن التبسيط المخل أن ننسب الفضل أو (نلوم) جرينسبان على كل شىء حدث لمعدلات الفائدة على مدار هذه الفترة، لكن تركته، التى لا لبس فيها، بمد حدود السماح ليصرح بتسهيل ائتمانى، كانت أكبر مما فعل أى مصرفى فى بنك مركزى من قبل. واستن جرينسبان سُنة خاصة فى خفض معدلات الفائدة قصيرة الأجل فى أى وقت تحل فيه ورطة بوول ستريت وهو أمر يحدث دوريًا. وكانت العقيدة المحورية فى نظرة جرينسبان عن العالم أن مبالغات السوق - "الفقاعات"- لا يمكن استكشاف كنهها أثناء حدوثها. وهذا نابع من إيمانه بالتعاليم المغرية للتمويل الجديد، والتى من بين عناصرها المحورية الأسواق المالية والتى تحدد القيم الاقتصادية بإتقان أكبر مما يستطيع أى كائن فان. فالناس تشوبهم نقائص لكن الأسواق بلا شائبة - ومن ثم "فالفقاعات" لا يمكن التأكد منها إلا بعد أن تتعرف عليها الأسواق نفسها وتصححها. وكان جرينسبان يتبنى نظرة جان جاك روسو فى أن الأسواق نظام اجتماعى بلا شائبة - تطور كما كان، من حالة طبيعية. (تتغاضى النظرة عن النقطة الواضحة بأن الأسواق أيضًا أبنية بشرية - صنعها البشر).

فإذا كان المصرفيون فى البنوك المركزية لا يمكن الثقة فى قولهم بأن الأسواق كانت خاطئة ولا يمكن الثقة فى أن يتدخلوا فيها- لفض الفقاعة قبل أن تنفثئ من نفسها. وكان الأمر أكثر من مجرد اهتمام عابر حتى اكتسب جرينسبان جسارة فى رؤيته هذه من عالِم كان فى ذاك الوقت أبرز خبير أكاديمى فى السياسة النقدية وهو اقتصادى بجامعة برنستون، بن برنانكى. وبالنظر إلى المسألة فى عام ١٩٩٩، عندما اقتربت أسعار أسهم شركات الإنترنت (دوت - كوم) من قمتها الجنونية، وعندما كان من الممكن، كما قيل لاحقًا، أن طفلاً فى الرابعة أن يستكشف وجود الفقاعة، أصر برنانكى أنه قبل انفثاء الفقاعة، كان من المستحيل فعليًا القول على وجه اليقين أن الأسعار ليست مبررة تمامًا(٢).

هكذا، كان جرينسبان يميل إلى أن يترك أسواق المال أن تتجه نحو مبالغة ولا يتدخل إلا فى اليوم التالى، وإذا استلزم الأمر. وبعد انهيار سوق الأسهم في عام ٢٠٠٢، خفض الاحتياط الاتحادى معدلات الفائدة قصيرة الأجل إلى مستوى محفز للغاية، وظل مبقيًا على المعدلات المنخفضة أثناء تحول الاقتصاد إلى التعافى، بل وبعد ذلك. وكان لهذا تأثير مقصود: فقد حفز الاقتصاد، وسوق الإسكان بخاصة. وأيد معظم المستثمرين، وربما معظم الأمريكيين، سياسات جرينسبان. ونما الاقتصاد بقوة أثناء وجوده فى المنصب وكذا أسواق الأسهم. ومع ارتفاع أسعار الأسهم وسكون التضخم، ظل رئيس الاحتياط الاتحادى يحظى بالإشادة على نطاق واسع بأكثر الوسائل تمجيداً. وحتى فى عام ١٩٩٩، وفى ظل موافقة الاحتياطى الاتحادى على أن حمى الإنترنت قد أصابت الجماهير، أشاد فيل جرام، رئيس لجنة البنوك فى مجلس الشيوخ الأمريكى، بجرينسبان بهذه النبوءة التى تثير الإعجاب هذه: "سوف تصبح أعظم رئيس فى التاريخ لبنك الاحتياطى الاتحادى"[٣].

انتاب القلق أقلية من مراقبى السوق، كان بينهم رودريجيث، من أن يكون ازدهار جرينسبان مرتكزًا على قدر زائد عن الحد من الائتمان، وأن يؤدى المال الرخيص إلى إقراض، أو تضخم، بلا عقال، أو كليهما. وكان رودريجيث موسوسًا تجاه المخاطر. كان ينظر إلى جرعة صغيرة من المخاطر المالية بالطريقة التى يفحص بها عالم الأوبئة عينة صغيرة من الميكروبات. ورغم أنه اتخذ من سباق السيارات هواية، لكن فى الناحية المهنية، كان يعزف عن اقتناص الفرص مما كان يضيع عليه أرباحًا فى المدى القصير. كانت نظاراته المستديرة، الشبيهة بأعين البوم، تخفى أبرز سماته وهى شراسته فى مقاومة الجموع، والقبض بشدة على معتقداته. ورغم أنه يمكن قول الشىء نفسه عن أقلية من المستثمرين الآخرين، لكن لم يُعرف إلا عن قلة منهم أنهم تمسكوا بقناعاتهم بمثل هذا الحماس الشديد وفى وقت مبكر للغاية – فى الواقع، مبكر بخمسة أعوام. ففى عام ٢٠٠٢، فى خطاب إلى المستثمرين فى نيو إنكم فاند، أعلن رودريجيث أنه سيبدأ "إضرابًا عن الشراء"، وتحديداً، لن يشترى ديون الحكومة الاتحادية التى

مدتها أكثر من عام واحد، لأنه غير مقتنع بما تقوله واشنطن- وجرينسبان بخاصة. وكتب "لم نر قط مثل هذا القدر من السيولة يلقى على النظام... نعتقد أن هذه فقاعة سوق سندات"- شبيهة فى حجمها بفقاعة دوت-كوم(٤).

ومنذ إعلانه الإضراب، واصل رودريجيث الاستثمار فى ديون فانى وفريدى التى أنشأتها الحكومة لكن أديرت (فى الغالب) كمؤسسات خاصة. لكن سوق الرهون العقارية ظلت تبدو دومًا أكثر زبدًا. وفى أكتوبر تشرين الأول، من عام ٢٠٠٥، قبل بضعة شهور من كابوسه، أخبر رودريجيث مستثمريه أن العاملين معه "مشطوا قطاع السندات عالية الجودة المدعومة برهون عقارية" - وانظروا ولاحظوا - "وجدنا سندات مدعومةً برهون عقارية من التزامات الدين المكفولة بضمان". والتزامات الدين المكفولة بضمان هى سندات مدعومة بمجموعة من الرهون العقارية. والنوعان اللذان وصفهما رودريجيث بالشبهة فيهما هما قروض مدعومة بما يسمى بالرهون العقارية من الفئة إيه البديلة التى تختلف عن القروض الاعتيادية فى أن المقترض المحتمل ليس لازمًا عليه أن يقدم معلومات لتوثيق دخله. والأوراق المالية مثل هذه، والتى ترتكز على رهون عقارية غير تقليدية - وخطرة - كانت التقليعة الشائعة فى وول ستريت. وكانت البنوك ومؤسسات الاستثمار محملة فوق طاقتها بالأوراق المالية للرهون العقارية، وكلما كانت "بديلة" (ومن ثم عالية العائد) كانت أفضل. ولم يكن الأمر يبدو "مريبًا" إلا لرودريجيث ولقلة آخرين. وباع رودريجيث النوعين.

وأشار شريك رودريجيث بقلق فى الرسالة نفسها إلى أن السياسة النقدية المبالغ فى سهولتها حفزت على "ارتفاع" فى أسعار العقارات وأن هذه الأسعار المرتفعة، المصحوبة بـ"معايير إقراض رخوة"، تسببت فى ارتفاع حجم قروض القيمة العقارية للمنازل بثمانين فى المئة فى عامين فقط. ومن المفترض أن القيمة المرتفعة للمنازل تجعل الأمريكيين أغنى؛ لكن فى الواقع، لاحظ رودريجيث وشريكه أن الناس، مع قروض القيمة العقارية للمنازل، كانوا يسحبون هذه الثروة وينفقونها. وبالتعبير الدارج كانوا يعاملون منازلهم مثل حصالة(٥).

وعلق كاتبو الرسالة على تطورين آخرين مقلقين. فالنسبة الأعلى بكثير عما مضى من الرهون العقارية يمكن تعديلها، بمعنى أن المقترضين سيكونون مكبلين بمدفوعات شهرية أكبر بكثير إذا رفعت معدلات الفائدة عن مستوياتها المنخفضة الحالية. ثانياً، زادت البنوك بشكل كبير حجم الرهون العقارية الصادرة إلى "مقترضين مخاطرهم عالية" أو هؤلاء الذين لديهم سجل ائتماني متدنٍ.

وأذكت مخاوف رودريجيث عدم ارتياحه بشأن مؤسستي فانى وفريدى، اللتين كانتا منكشفتين بشكل كبير على سوق الرهون العقارية الأمريكية؛ فالمؤسستان إما كانتا تضمنان أو تملكان ما يقرب من نصف الرهون العقارية فى البلاد البالغ قيمتها ١١ تريليون دولار تقريبًا. ورغم أن غالبية نظراء رودريجيث كانوا يعتبرون محفظته المالية محافظة، فإن حلمه جعله يتساءل إذا ما كان، فى الحقيقة، مفرطًا فى الجرأة. وبعد أن أعاد هو وفريق عمله النظر فى الأمر، توصل رودريجيث إلى قرار. يتعين أن تُوضع فانى ماى وفريدى ماك، الشركتان اللتان تحظيان بأكبر ثقة فى العالم، على قائمة الحظر لدى إف. بى. إيه ويتعين بيع كل سنداتهما وهو ما حدث بحلول عيد الحب فى عام ٢٠٠٦.

الفصل الأول

إلى مفترق الطرق

لا أريد فانى وفريدى أن تكونا مجرد بنك آخر، لا أريد النوع نفسه من التركيز على الأمن والسلامة.

النائب بارنى فرانك (العضو الديمقراطى عن ماساشوستس)، ٢٥ سبتمبر أيلول من عام ٢٠٠٣(٦).

معظم عمليات الازدهار فى العقود الحديثة مولتها شركات القطاع الخاص مثل داعمى التكنولوجيا أو بنوك وول ستريت أو شركات التنقيب عن النفط. والازدهار فى الإسكان فى الولايات المتحدة، فى بداية القرن الحادى والعشرين، كان مختلفًا بفضل علاقته الحميمية مع الحكومة الأمريكية. ودعمت الحكومة ملكية المنازل بطريقة أو بأخرى منذ قانون هومستيد لعام ١٨٦٢ الذى أعطى صكوك الملكية العقارية للمزارعين الراغبين فى تحسين الأرض. واستقرت سياسة الإسكان الجديدة على مسلمة شبيهة - الملكية الفردية للمنازل تعزز الديمقراطية. وبينما كان الهدف من سياسة الحكومة مساعدة الناس على امتلاك منازلهم فإن تأثيرها، على امتداد الزمن، جعلها قريبة من جهاز عملاق لزيادة سرعة سوق الإسكان. ورغم أن صناعات أخرى - مثل التعاقدات العسكرية أو النقل العام - تعتمد أيضًا على الحكومة، لكن الحكومة لم تفسد العرض والطلب الطبيعيين بمثل هذا القدر الكبير كما فعلت فى الإسكان. فالنقل

العام، على سبيل المثال، احتكار طبيعي. فلا أحد سوف يستثمر في نظام قطارات أنفاق منافس، مهما يكن من قدر الدعم الذى ستقدمه الحكومة فى الأسعار. وفى حالة التعاقدات العسكرية، لا تؤثر الحكومة الأمريكية على الأسعار التى يدفعها المشترون من القطاع الخاص، لأن المشترين من القطاع الخاص غير موجودين. (فالحكومات وحدها هى التى تشترى طائرات إف - ١٦). لكن ملايين الأمريكيين يشترون المنازل ويمولونها. وتؤثر سياسة الحكومة فى الإسكان كثيراً على ما يستطيع الناس أن يدفعوه، مما يجعلها مؤثرة بشكل كبير على قطاع كبير من الاقتصاد الأمريكى. وكان الوكلاء الرئيسيون لسياسة الحكومة شركتى رهون عقارية عملاقتين وهما فانى ماى وفريدى ماك.

أنشئت فانى ماى فى عام ١٩٣٨، فى غمرة الكساد الكبير، لإمداد المواطنين بتمويل الرهون العقارية ومنع، كما كان مأمولاً، حبس الرهون الذى تفشى فى تجمعات سكانية خلال هذه السنوات الصعبة. وباعتبارها وكالة للحكومة الاتحادية، لم تقرض مالكى المنازل مباشرة بل اشترت الرهون العقارية من مؤسسات الادخار والإقراض، لتعيد تغذية رؤوس أموالهم ومن ثم يمكنها إصدار المزيد من القروض. وعملت فانى وفق معايير صارمة، فلا تشترى إلا الرهون العقارية التى تلبى اختبارات كل من الحجم والجودة. ولسنوات طويلة، على سبيل المثال، لم تكن تتم الموافقة على الرهن العقارى، إذا كان القسط الشهرى أكثر من ٢٨ فى المئة من دخل المتقدم بالطلب[٧]. ومن ثم، فقد مارست فانى تأثيراً بناءً على مؤسسات التوفير (المصطلح الفنى لمؤسسات الادخار والإقراض) التى كانت تحذر من كتابة قروض لا تتفق والخطوط الإرشادية لفانى وبالتالى التى تكون أقل تسويقاً.

وبعد الحرب العالمية الثانية، تدفق الأمريكيون إلى الضواحى واشتروا منازل جديدة وتضخمت ميزانية فانى. وكان كل رهن عقارى يُشترى، يُسجل باعتباره نفقة حكومية مما وضع ضغطاً كبيراً على الميزانية الاتحادية. وفى عام ١٩٦٨، اقترح الرئيس جونسون- الذى حاول بعناد أن يضبط الميزانية - رفع فانى من دفاتر

حسابات الدولة. وفجأة، باعت الشركة أسهمها للجمهور، مما سمح للحكومة أن تزيل فاني من الميزانية. وأضاف الانتقال إلى القطاع الخاص إلى قائمة الأولويات العامة لفاني هدفًا آخر، وإن لم يكن متناغما بالضرورة: تحقيق ربح. واستطاعت فاني أن تجمع بين هذه الأهداف المتباعدة بالتزامها بخطوطها الإرشادية المحافظة؛ لكن كان من المفترض أن تأتى الحكومة لإنقاذها – إذا لزم الأمر. وفى ثمانينيات القرن الماضى، دمرت التقلبات الهشة فى معدلات الفائدة صناعة الادخار والإقراض، حيث أثقل كاهل التوفير الرهون العقارية منخفضة الفائدة والتى العائد عليها أقل من كلفة تمويلها. واقتربت فانى من الفشل؛ وعلاوة على هذا، انتهى الحال بفريدى ماك، وهى شركة ناشئة أُسست فى عام ١٩٧٠ لتنافس فاني، بأن أصبحت جناحًا من وزارة الخزانة.

ومن ثم، ففى بداية تسعينيات القرن الماضى، كان لدى الحكومة أدلة وافرة على أن ضمان أسواق الإسكان الخاصة عمل اقتصادى محفوف بالمخاطر، واضطرت أن تفكر فى الطريقة التى يجب بها إدارة صغارها. وكان سؤال، إذا ما كان يجب أن يحتفظ توأما الرهون العقارية ببعض الدعم من الحكومة، سؤالا ممضًا، خاصة وأن عملهما أصبح الآن أكثر تعقيداً بشكل كبير عما كان عليه عندما تركا عش الحكومة. فلا تمتلك فانى وفريدى رهونًا عقارية مباشرة بل تقومان أيضًا بدور الضامن لجمع كبير من أوراق الرهون العقارية التى يمتلكها مستثمرون. وينطوى دورهما، بوصفهما ضامنين، على دين اتحادى مرهق. وماذا يحدث إذا تقاعس عدد كبير من أصحاب المنازل عن دفع الديون وتعين على إحدى المؤسستين أو كلتيهما الوفاء بضماناتهما؟ أيُجبر دافعو الضرائب على تحمل خسائر فانى وفريدى؟ وعلى أقل تقدير، تطلب الوضع تنظيمًا اتحاديًا وهو الأمر الذى تفاداه توأما الرهون العقارية حتى الآن.

وكُلف روبرت جلاوبر، وكيل وزارة الخزانة للتمويل فى إدارة الرئيس بوش الأب، بوضع سياسة. وفضل جلاوبر قطع الحبل السرى الاتحادى، لأن من شأن هذا أن يحول دون تعرض دافع الضرائب للمخاطر المرتبطة برهن حكومى. لكن رغم أن هذا لم يكن بداية جيدة سياسيًا، فقد كتب مسودة تشريع ليخضع عملاقا الرهون لرقابة

صارمة من وزارة الخزانة. وبضراوة، قاومت فانى التى كان يقودها مديرها التنفيذى جيم جونسون، وهو مصرفى سابق ونصير عتيد للحزب الديمقراطى. وفى مشروع القانون الذى أقره الكونجرس فى نهاية المطاف فى عام ١٩٩٢، لم تنقطع صلة الحكومة بحال. وكُفل لفانى وفريدى خط ائتمان من وزارة الخزانة، وإعفاء أيضًا من ضرائب المحليات والولايات. وبفضل وضعهما المميز، ظل التوأمان قادرين على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل من السوق. ووفر هذا فوائد كبيرة لحملة أسهم فانى وفريدى، مع كسب غير مشروع كبير لمدرائها التنفيذيين. وأصر الكونجرس، فى المقابل، على أن تلتزم فانى وفريدى بتخصيص قسط من محافظها المالية يحدده وزير الإسكان والحضر والتنمية لإسكان منخفضى الدخل. وتجاهل الكونجرس تقريبًا قضية الأمن والسلامة؛ وبالمخالفة لنصيحة وكيل الوزارة جلاوبر، سلم مهمة التنظيم إلى وكالة منبثقة جديدة بلا سطوة من وزارة الإسكان والحضر والتنمية وهى مكتب الإشراف على مشروعات الإسكان الاتحادى الذى خبرته صفر فى الرقابة المالية.

وبرغم وضعهما غير العادى – فالتوأمان لم يكونا من الأسماك أو الطيور، ولم يكونا من القطاع الخاص بشكل كامل ولا من القطاع العام بشكل كامل – تبناهما سوق الإسكان بحماس. وبالنسبة إلى خبراء تمويل الرهون العقارية، فهم يفضلون دائمًا رأس المال الخاص على السيطرة الاتحادية، لكن رأس المال الخاص مع دعم اتحادى هو أفضل خيار على الإطلاق.

وجعل جيم جونسون الذى أصبح كبير المديرين التنفيذيين لفانى ماى، فى عام ١٩٩١، من الشركة مصدر قوة. وقيل إنه كان يحضر حفلات رسمية لمسؤولين فى الحكومة الأمريكية كل ليلة تقريبًا، وكان يشارك الأنخاب مع شخصيات مثل الرئيس بيل كلينتون وروبرت روبن وزير الخزانة(٨). وسكب التوأمان المال فى الحملات السياسية، وساعدا فى فتح "مكاتب شراكة" فى مناطق أعضاء الكونجرس أصحاب النفوذ. وأنفق التوأمان، على مدار عقد ١٧٥ مليون دولار على حشد الدعم، وعندما استلزم الأمر أرغما الخصوم على الإذعان(٩). وكانت النتيجة مفارقة سياسية استغلت

فيها فانى ورديفتها الصغيرة الدعم العام لشراء تعاطف مسؤولين منتخبين. وفى مواجهة هذه المساعى، كان مكتب الإشراف على مشروعات الإسكان الاتحادى، جهة التنظيم، بلا نفوذ فعليًا.

وأثار التوأمان مخاوف فى الطبقات العليا. وأحس لارى سمرز، الذى خلف روبن فى منصب وزير الخزانة فى عام ١٩٩٩، بالانزعاج من الرابطة الملحوظة للتوأمين بالحكومة. ومن بين النقاد الذين كانوا يحتلون مناصب رفيعة، آلان جرينسبان الذى رأى، مثل الكثير من رسل السوق الحرة، فى فانى وفريدى أمثلة للشركات الاحتكارية التى ترعاها الدولة فى أسوأ صورها. لكن لم يستطع أى منهما إبطاء القوة الهائلة للتوأمين. وبدءًا من سنوات حكم كلينتون إلى بداية العقد الأول من القرن الحالى، ارتفعت أسعار أسهم فانى كثيرًا مما عكس النمو السريع فى صناعة الرهون العقارية. وكان كثير من مقرضى الرهون العقارية ليسوا بنوكًا بالمعنى التقليدى (فهى لا تأخذ ودائع)، بل بالأحرى شركات مالية كانت تقترض المال بسعر فائدة معين وتقرض أموال الرهون العقارية بسعر آخر، تفرغ سريعًا حمولتها من القروض بدلا من التمسك بها مثل شركات الإقراض والادخار التقليدية. ولأن هؤلاء المقترضين يفتقرون إلى أصل رأس المال، كان التوأمان يقدمانه. واشترت فانى القروض بالجملة من كانتروايد فاينانشيال وهى مؤسسة إقراض سريعة النمو فى كاليفورنيا، اعتبرتها قناة جديدة حيوية للقروض. وامتدح جونسون، كبير المديرين التنفيذيين لفانى، المدير التنفيذى لكانتري وايد فاينانشيال دون خجل باعتباره شريكًا اقتصاديًا وزميلا فى لعب الجولف[١٠].

تقاعد جونسون فى عام ١٩٩٩، لكن فانى لم تفقد العنفوان تحت قيادة خلفه. كان فرانكلين ديلانو راينز، مثل جونسون، مصرفى استثمار ضالع فى فنون السياسة. امتلك راينز، وهو ابن عامل فى إدارة المتنزهات فى سياتل وأم تعمل فى التنظيف، حاسة سادسة فى استرضاء الناخبين. تباهى بإدارة فانى "للمخاطر السياسية" بالقوة بنفسها التى عالج بها مخاطرها الائتمانية. بالنسبة إلى التوأمين كانت مغازلة السياسيين

أهمية تدبير القروض نفسها. وكانت خلطتهما السرية هي الجاذبية السياسية لامتلاك المنازل. وكان المعنى الضمني لعملية حشد الدعم التي لا تتوقف للتوأمين أن أي شخص يخرج عن قائمة أولوياتهما هو عدو للرهون العقارية للمنازل - وبالتالي، للحلم الأمريكي. وأقر النائب بارني فرانك صراحة أن الكونجرس والتوأمين أبرموا صفقة - دعم الإسكان يسير المنال في مقابل "ترتيبات لها بعض النفع لهم". وكان رجال الكونجرس يعنون بالترتيبات تغاضي الكونجرس عن أن دعم الحكومة يعزز أرباح حاملي الأسهم وحوافز المدراء. وفي عام واحد، حصل راينز على مكافآت ليست أقل من ٢٠ من مدرائه بقيمة مليون دولار- وهي حصيلة غير عادية في شركة تتمتع بسخاء دافعي الضرائب(١١).

وتعين على التوأمين، في الجانب الآخر من الصفقة، أن يفصلا نشاطهما الاقتصادي ليلائم السياسيين - حتى تمويل مشروعات الاسترضاء في مناطق بعضهم(١٢). واعتمد كل من الكونجرس والبيت الأبيض، في عهد بوش الابن الذي روج لهدف زيادة ملكية المنازل للأقليات، عليهما في إقامة المزيد من المنازل يسيرة المنال. ووعد راينز في حينه أن "يدفع بمنتجات وفرص للناس أصحاب الكفاءة الائتمانية الأقل". وهذا يعني بوضوح خفض المعايير الائتمانية لفاني. وتعهد في الوقت نفسه بأن يضاعف مكاسب حملة الأسهم في خمسة أعوام. وضغط التوأمان على الميزانية في سعيهما لتلبية قائمتي الأولويات. وبالتالي أصبحا تاجري رهون عقارية - شركتين تحظيان برعاية عامة ترتبط بصناديق تحوط خاصة. وتضخمت محفظة الرهون العقارية لفاني بشكل مزعج من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٠٣، مرتفعة من ١٠٠ مليار دولار إلى ٩٠٠ مليار دولار(١٣).

وفي عامي ٢٠٠٣ و٢٠٠٤، وضعت فضيحتان محاسبيتان كبيرتان - تعين على فريدي أولاً، ثم على فاني أن تعيدا إعلان نتائجهما، وفي كل حالة استقال مدير كبير - فيما يبدو سلاحًا في يد منتقديهما. واتهمت الولايات المتحدة راينز بالتلاعب بمكاسب فاني (ومن ثم تضخيم حوافزه). وتمت تسوية القضية خارج المحكمة. وتوسلت إدارة بوش، ومنتقدون آخرون من اليمين، إلى الكونجرس كي ينشئ جهة تنظيمية أقوى.

وحذر جون سنو، وزير الخزانة فى عام ٢٠٠٥، من أن التخلف عن السداد "قد يكون له تأثير معد بعيد الأثر"[١٤]. وضغط من أجل فرض قيود على محافظ التوأمين.

كان حديث العجز عن السداد افتراضيًا فحسب - فأسهم فانى كانت تقدر فى ذاك الوقت بخمسين مليار دولار فى سوق الأسهم. لكن المخاوف كانت حقيقية. فما كان يقلق سنو هو أن فانى وفريدى بكل أصولهما تمتلكان أقل من نصف رأس مال البنوك من حجم مشابه. بل كان جرينسبان أكثر قلقًا. فقد هجر رئيس الاحتياط الاتحادى نثر معبد دلفى الملتبس المعنى الذى كان يشتهر به، وحذر دون مواربة الكونجرس من أن الصعوبات الكامنة فى طبيعة الجهاز "مرجحة إذا استمر توسع الشركات التى ترعاها الحكومة." ولم يحرك الكونجرس ساكنًا[١٥].

وظل النائب فرانك، من بين داعمين آخرين لفانى وفريدى، يمارس ضغطًا مكثفًا على الشركتين كى تفعلا المزيد من أجل الإسكان ميسور السعر. ولم يكن تأييده بدون وجاهة، فبسبب الارتفاع الشديد لأسعار المنازل كان لدى الولايات المتحدة ندرة شديدة فى المنازل ميسورة السعر. لكن توسيع الائتمان لم يجعل المنزل ميسور السعر للمقترض ما لم يكن لديه، أو لديها، دخل يسدد به. ولم تمح النيات الطيبة لفرانك الهشاشة المتصاعدة للتوأمين أمام حدوث هبوط كبير فى أسعار المساكن. وحاول النائب فى الكونجرس المراوغة، فأعلن فى جلسة مفتوحة فى عام ٢٠٠٥، قائلاً: "لن أنقذهما"، كما لو أنه يستطيع إملاء مهمة التوأمين دون أن يتحمل المسؤولية عنهما[١٦]. وكانت الإدارة الأمريكية متناقضة بالمثل. فبينما حشدت وزارة الخزانة الدعم فى سبيل فرض تنظيم أشد صرامة، دأبت وزارة الإسكان والتنمية الحضرية على توسيع تكليفها من أجل دعم إسكان منخفضى الدخل. ورغم أنه من النمطى أن يكون الديمقراطيون هم الأكثر تأييدًا لقائمة الأولويات السياسية للتوأمين، فإن حكومة بوش اصطفت أيضًا فى هذه الحالة وراء وزارة الإسكان والتنمية الحضرية.

وإضافة إلى هذه الضغوط، ففى وقت مبكر من العقد الأول من القرن الحالى بدأ وول ستريت يمثل للتوأمين تهديدًا تنافسيا خطيرًا. فكانت بنوك الاستثمار مثل ليمان برادرز تورق الرهون العقارية - بمعنى تحويل مجموعة الرهون العقارية إلى أوراق

مالية. وهذا يعنى أن المخاطر الأساسية يتحملها مستثمرون متفرقون وليس بنك الإصدار. وأبقى فانى وفريدى فى السابق توريق النشاط فى معظمه لنفسيهما. ومع دخول بنوك وول ستريت الاستثمارية الآن فى المباراة بشكل أساسى، أصبح لدى مقرضى الرهون بديل قادر على الصمود. فيستطيعون أن يضعوا قروض فانى وفريدى فى حُزم أو يستطيعون بيعها لشركة ذات "علامة خاصة"(*). مثل ليمان. لكن التوأمين، بما لهما من دعم حكومى، احتفظا بميزة القدرة على إصدار ضمانات، ولم يعد المستثمرون يبالون إذا ما كانت أوراقهم المالية للرهون العقارية مكفولة. ومع استمرار ارتفاع أسعار المنازل، بدت سوق الإسكان كما لو أنها مباراة بلا مخاطر.

وفى عام ٢٠٠٤، أصبح لشركات العلامة الخاصة لأول مرة حصة أكبر فى السوق من فانى وفريدى مجتمعتين. وهبطت حصة فانى التى كانت تمثل من قبل ٤٠ فى المئة إلى النصف[١٧]. وشعر كل توأم حينها بضغط شديد لقبول المزيد من القروض الجديدة الأعلى خطورة التى كان يقدمها وول ستريت. وبلغ القلق من ديفيد أندروكونيس كبير مسؤولى المخاطر فى فريدى حداً جعله يعد مذكرة لرؤسائه تفصل القول فى الارتفاع السريع فى قروض إن. أى. إن. إيه، وهى شعبة من القروض البديلة إيه(**) التى أقلقت رودريجيث. (إن. أى. إن. إيه هى الحروف الأولى من "لا دخل، لا أصول" وتشير إلى القروض التى لا يقدم المقترض وثائق تثبت أى منهما). وأشار أندروكونيس إلى أن "رهون لا دخل لا أصول ابتدعت على مدار ٢٠ سنة مضت وسيلة لخدمة المقترضين أصحاب نموذج الدخل غير المنتظم (مثل الممثلين والذين يعملون لحسابهم وغيرهم) لكن لهم سجل ائتمان قوى ويدفعون مقدماً". وحذر من أن هذا المنتج الذى كان فى موضعه اللائق فى السابق يتم تسويقه لقطاع عريض من السكان ومن أجل غرض مريب – فى الأساس لأناس أرادوا أن يضعوا قناعاً على دخلهم؛ خشية أن تفقدهم الصورة الحقيقة

(*) شركة تبيع منتج شركة أخرى باسمها وليس باسم الشركة المنتجة. (المترجم)

(**) Alt A قروض رهون عقارية أقل من خطورة من الزهور العقارية عالية المخاطر(subprime) . (المترجم)

أهلية الحصول على قرض. ونصح بأن على فريدى أن "تنسحب من سوق لا دخل لا أصول فى أقرب وقت يمكن تطبيق ذلك." ولم يتم الإنصات إلى حجته[١٨].

وواجهت فانى ضغوطًا مشابهة. وتولى كبير مديرين تنفيذيين جديد، دانيل مود، منصبه فى نهاية عام ٢٠٠٤، وفى عرض قُدم عنه فى منتصف العام التالى، لاحظ مدراء فانى أن الشركة تقف عند "مفترقَ طرق استراتيجى"[١٩]. وواجهت، فى الأساس، الاختيار بين دعم الرهون الأكثر خطورة التى تحرك نمو وول ستريت، أو تشهد تآكل حصتها فى السوق بشكل أكبر. وكان من المقلق بشكل خاص، الخسائر المطردة لنشاط شركة كانتري وايد، أكثر زبائن فانى تميزًا.

وقررت فانى، مثل فريدى، تعزيز حصتها من القروض البديلة إيه. والقروض عالية المخاطر. وبدأت أيضًا تضمن قروضًا، للمقترضين فيها القليل من القيمة العقارية. ورغم أن فانى اشترت رهونًا عقارية لسبعة عقود، فإن خبرتها كانت قليلة فى كيفية عمل هذه الرهون الجديدة. ولم يكن أى أحد آخر يعرف[٢٠].

وكان هذا العمل الجديد تضخيمًا كبيرًا لميثاق فانى، وشجعه مود بحذر. وكان مود ذا طبيعة عسكرية لجندى سابق فى قوات مشاة البحرية وشغل ذات مرة منصب مدير فى شركة جى. إ. كابيتال، فلم يكن بهلوانًا سياسيًا مثل سلفيه جونسون ورainz، وأحس بضغط مكثف من الكونجرس. وفى تكثيف للضغط، ضغط عليه وول ستريت بشكل أكبر. ووبخ مدير صندوق تحوط، غاضب لأن أسهم فانى لم تعد تحقق تقدمًا، مود لأنه تقاعس عن تخفيف معايير الرهون العقارية أكثر مما هى عليه. وسأل المستثمر بعجرفة "هل أنت غبى أم أعمى؟ عملك هو أن تجعلنى أحصد مالا"[٢١]. وأذعن مود، الذى كان يكسب سبعة ملايين دولار سنويًا وكان يعمل فى نهاية المطاف فى خدمة حاملى الأسهم، ونادرًا ما رفض. وكما حذره مدراؤه، كانت الشركة تواجه "خيارين صارخين"، فإما أن تبقى وفية لمبادئها وتواصل خسارة حصة من السوق أو – وهو الخيار الأكثر خطورة– "تقابل السوق فى المكان الذى يوجد فيه السوق"[٢٢]. وسوق الرهون العقارية كان يذهب إلى مكان لم يبلغه من قبل.

الفصل الثانى

القروض العقارية عالية المخاطر

ديفيد شنايدر، رئيس قسم قروض الإسكان فى بنك واشنطن ميشوال، لمنظمين اتحاديين، فى عام ٢٠٠٦[٢٣].

التزم النظام المصرفى للرهون العقارية، خلال النصف الأول من القرن العشرين، بمعايير صارمة وكانت البنوك الادخارية التى كانت تقدم الرهون مؤسسات حذرة. وكان رؤساء البنوك يميلون إلى كونهم دعائم مجتمعاتهم - أعضاء مخلصين فى نادى الروتارى وخبراء ماليين حذرين. ولم تعط بنوك الادخار رهونًا عقارية لأشخاص أصحاب ائتمان مضطرب، وكان يُطلب بصفة عامة من المقترضين أن يدفعوا ثلث سعر الشراء. وكانت الرهون العقارية القابل سعر فائدتها للتعديل محظورة. (بالنسبة إلى معظم الأمريكيين فى ذاك الوقت، كان يُشتم الربا من محاولة المقرض رفع سعر الفائدة على مالك المنزل أثناء فترة السداد). والنوع الثانى من الرهون العقارية كان مستبعداً بالمثل. فإذا طلب العميل معدل فائدة مرنًا، وحصصًا أكثر سخاء فى الائتمان أو تغاضيًا متسامحًا عن ديون لا تدفع، كان لدى مصرفى الرهون العقارية رد من ثلاثة حروف: أجر.

فى نحو عام ١٩٦٠، بدأت جمعية القروض التعاونية تصدر رهونًا عقارية من المرتبة الثانية لأشخاص تصنيفهم الائتمانى أضعف. ولم تكن الجمعية التعاونية

بنكًا، (لم تكن تأخذ ودائع)، وبالتالى كانت خارج سلطة منظمى البنوك. وفى السنوات السابقة على عام ١٩٦٠، مولت الجمعية شراء أجهزة المطبخ والأثاث وأشياء من هذا القبيل. وكانت الخدمات تقدم على أساس شخصى. فعندما يتأخر الزبائن عن الدفع، كان مسؤولو القروض يزورون المنزل بطريقة ودية، وعند الضرورة يأخذون المتاع المرهون لصاحب المنزل. وفى حالة الرهون العقارية أيضًا، اعتمدت الجمعية على معرفتها بالعملاء الأفراد. ولم تكن تقرض فحسب بما يصل إلى ٨٠ فى المئة من قيمة الشراء - وهو مستوى وجدته بنوك الادخار صادمًا - بل أتاحت أيضًا ائتمانًا للمقترضين المتعثرين. وكان هذا ابتكار ما سيطلق عليه الرهون العقارية عالية المخاطر.

فى سبعينيات القرن الماضى، وبسرعة أكبر فى ثمانينيات القرن الماضى، رفعت القواعد التنظيمية عن النظام المصرفى. وتدفقت رؤوس الأموال إلى بنوك الادخار، وفى بيئة جديدة تنافسية، بدأ المتقدمون بطلبات من أصحاب السجل الائتمانى دون المستوى الملائم يحظون بإعادة النظر فى طلباتهم. وتكاثرت قروض القيمة العقارية مع تخفيف القواعد المصرفية وسُمح للمتقدمين بطلبات أن يحصلوا على تمويل لقسط أكبر من منازلهم. بل إن الأشخاص الذين شابت سجلاتهم الائتمانية الشوائب أصبح بوسعهم أن يتأهلوا للحصول على قروض. وعجز عدد أكبر من المقترضين عن السداد مما كان فى الرهون العقارية التقليدية، لكن البنوك عوضت ذلك بتقاضى فوائد أعلى (وهو أمر أصبح مسموحًا به بفضل إزالة القواعد التنظيمية). وأصرت أيضًا على دفع مقدم كبير. باختصار، كان تصنيف ائتمان الرهون العقارية عالية المخاطر إشارة للمقرضين أن يمارسوا حرصًا أكبر من المعتاد فى عملية الموافقة. ولم يكن الرفض تلقائيًا، مثلاً، لمتقدم للجامعة بدرجات منخفضة فى اختبار الكفاءة الدراسية، لكن من الواضح أن المتقدم كان فى وضع غير موات.

وفى نهاية ثمانينيات القرن الماضى، وبدعم من هذه التجربة المتواضعة، سعت طائفة من بنوك الادخار فى كاليفورنيا (وأيضًا مقرضون من غير المصارف مثل شركة مانى ستور) إلى التركيز تحديدًا على مقترضى الرهون العقارية عالية المخاطر.

وأصروا على رهن إضافى كبير، لكن فى تسعينيات القرن الماضى، عندما انفجرت فقاعة ازدهار العقارات فى كاليفورنيا، وانخفضت قيمة المنازل، تبين أن الضمانات الإضافية غير كافية. وفشل معظم السلالة الجديدة من الشركات المتخصصة فى الرهون العقارية عالية المخاطر، أو اضطرت إلى أن يتم الاستحواذ عليها. وبالنظر إلى الماضى، كانت الأسباب واضحة. فقد تحولت البنوك التى سعت إلى البحث عن عملاء الرهون العقارية عالية المخاطر قد عدلت عن تأكيدها السابق على الحذر. ولم يكن من المستغرب تقريبًا أن ترتفع، كثيرًا، معدلات العجز عن السداد. وتخلى المقرضون عن الانتقائية مقابل سياسة القبول المفتوح، فى تدافعها فى سبيل الحصول على مقترضين كانوا متخلفين عن سداد ديون بطاقاتهم الائتمانية أو دفع أقساط سياراتهم. ورغم المذبحة، فبعض جهات الإقراض (وموظفوها) ظلوا نهمين بشكل ملموس لبيع الرهون العقارية عالية المخاطر. وعاد كثيرون منهم للظهور تحت أسماء جديدة ليبيعوا النبيذ القديم. وعلى سبيل المثال، أصبحت شركة لونج بيتش فايننشيال قسمًا للرهون العقارية عالية المخاطر فى شركة ادخار أكبر هى واشنطن موتشوال. ورغم المخاطر، من وجهة نظر المقرضين، قدم الزبائن المتعثرون ائتمانيًا ميزتين واضحتين. إذا أرادت شركة عقارات أن تتوسع بسرعة، يتعين عليها أن تبحث عن زبائن ليس لديهم بالفعل رهن عقارى. ولأنهم يمثلون مخاطرة أكبر فمن الممكن تقاضى فوائد أكبر منهم.

وتحمس مسؤولون عموميون أيضًا لنشاط الرهون العقارية عالية المخاطر، لأنها (هكذا مضى التفكير فى الأمر) تساعد الفقراء. وروج الرئيس بوش لرؤية عن "مجتمع الملكية" - مجتمع يتحول فيه أعضاء النقابات والموظفون العموميون، من خلال نعمة الاستثمارات الصغيرة الفردية، إلى رأسماليين متألقين. وكانت زيادة الملكية (وأيضًا خصخصة التأمين الاجتماعى) جزءًا من الترويج. ورغم أن الرهون العقارية عالية

(*) روائية وكاتبة مسرحية وفيلسوفة أمريكية روسية الأصل من أشهر أعمالها رواية The fountainhead. (المترجم)

المخاطر لم تكن مرادفًا دقيقًا للإسكان ميسور المنال، لكنه كان قريبًا نوعًا ما فيما يبدو. وازدهر النشاط بشدة فى ولايات، مثل كاليفورنيا التى كان الإسكان فيها أقل يسرًا فى الحصول عليه. ولبت الرهون العقارية عالية المخاطر تطلعات، إن لم يكن الفقراء، فعلى الأقل الطبقة الوسطى الناشئة، والطبقة الوسطى المكافحة، والطبقة الوسطى المتطلعة للصعود الاجتماعى.

وتم تقريظ المقرضين الطموحين مثل كانتريوايد ونيو سينشرى بأنهم مثل شخصية جونى أبلسيد(*). فى الضواحى حيث يزرعون الرهون العقارية فى كل فناء خلفى. واُحتفى بأنجلو موزيلو، المشارك فى تأسيس شركة كانتريوايد، وهو ابن مهاجر إيطالى، بسبب مساعدته فى إضفاء الطابع الديمقراطى على الائتمان. وكان كل مواطن، من وجهة نظر موزيلو، مؤهلا للحصول على رهن عقارى. وفى هذا، كان يردد صدى مايكل ميلكين الذى بشر، مبكرًا، بأن كل شركة - وليس الشركات الشامخة بأوراقها المالية من الدرجة الأولى فحسب - يجب أن تدخل وول ستريت. واستجاب آل موزيلو وآل ميلكين للتوق الذى يتميز به الأمريكيون لرأسمالية تقوم على المساواة أو على الأقل يمكن بلوغها على نطاق واسع. تجمع بين المثال البيوريتانى فى تحسين الذات- الارتقاء من خلال العمل - والمزيد من التغاضى عن غواية الشعبوية: الارتقاء (أو الرهون العقارية القابلة لتعديل فوائدها، بأى معدل) كحق دون عمل. وناصر موزيلو بشكل خاص نسخة مزينة من الرأسمالية نزع عنها الحقيقة العارية التى لا يمكن الفرار منها: المرء يحتاج إلى رأس المال لتنفيذها.

فى عام ٢٠٠٣، فى كلمة شاركت فى رعايتها جامعة هارڤارد ومنظمة أوقاف الإسكان القومى، أعلن موزيلو أن "توسيع الحلم الأمريكى فى ملكية المنازل يجب أن يظل مهمتنا، ليس فقط من أجل أن تستفيد الشركات الأمريكية، لكن الأهم من هذا أن

(*) يسمى جوناثان تشابمان واسم الشهرة (Apple seed) معناه بذور التفاح، عاش بين عامى ١٧٧٤و١٨٤٥، وعمل على نشر زراعة أشجار التفاح فى عدد من الولايات الأمريكية وكان أسطورة حتى فى حياته بسبب أخلاقه الدمثة. (المترجم)

نجعل بلدنا مكانًا أفضل". وكان من بين اقتراحات موزيلو للتحسين القومى، أن الرهون العقارية يجب أن تتاح للأشخاص الذين لا يدفعون مقدمًا[٢٤]. وقد يبدو هذا، دون شك، فى عقول بعض المستمعين، معقولا، لكن فى علم الاقتصاد لا أساس لهذا إلا قليلاً. وكى تعمل الرأسمالية، يتعين تقنين الائتمان على أساس سلامة الميزانية العمومية. وأقام موزيلو استحقاق الائتمان على شىء آخر - ليس على السلامة بل على الاعتقاد. فما غير ذلك قد يبرر إعطاء منزل لشخص ما دون دفع أموال مقدمًا؟

ومع بعث الرهون العقارية عالية المخاطر من جديد، رأى ديفيد أندروكونيس، مدير المخاطر فى فريدى ماك، علامات مقلقة على الإقراض الافتراسى وهى ممارسات إقراض غير مستساغة استهدفت زبائن غير محنكين. وبيعت نسبة كبيرة من قروض "لا دخل لا أصول" إلى الأمريكيين المنحدرين من أمريكا اللاتينية. وإذا كانت الرهون العقارية الصادرة دون وثائق داعمة سليمة، فلماذا تم إصدار عدد كبير جدًا منها إلى أكبر جماعة اجتماعية اقتصادية تتضمن عددًا كبيرًا من المهاجرين وغير المتحدثين بالإنجليزية؟ وأشار أندروكونيس[٢٥]. "احتمال الإقراض الافتراسى المدرك وحقيقته فى هذا المنتج هائلة".

وكان إنريكو دالافكتشيا، نظيره فى فانى ماى، يشبهه فى القلق. واشتم دالافكتشيا الاستغلال فى استهداف السكان غير المحنكين فى الأحياء النائية. وكان أحد متاجر الرهون العقارية فى بالتيمور يعمل من الرابعة مساء إلى منتصف الليل، وهو الوقت الأفضل لاصطياد الزبائن فى منازلهم. ولاطف موظفو المبيعات الزبائن المحتملين، وكانوا يطمئنونهم على السهولة التى يمكنهم بها التمويل، وإعادة التمويل، إذا عُدلت نسب الفوائد. هل كان المقرضون من أمثال هؤلاء يساعدون الزبائن أم يستدرجونهم تجاه كارثة؟ كان مود، الرئيس التنفيذى لفانى ماى، ممزقًا. واعتقد بعض من أفراد فريقه أن الرهون العقارية عالية المخاطر مشروع على تخوم الإجرام. لكن هل لمجرد أنك لديك وصمة ائتمانية، أو لأنك تعيش فى حى لين العمالى فى ماساشوستس، وليس فى بيكون، فهل هذا يعنى أنه لا يحق لك الحصول على منزل؟

هناك توتر مستتر دومًا فى الرهون العقارية عالية المخاطر: إذا ساعدت المزيد من الناس وخاصة المحتاجين للحصول على رهن عقارى، فالمزيد منهم سيعجز عن السداد والمزيد منهم سوف يُنزع منه المنزل. والخطر يميل إلى أن يتزايد مع مرور الزمن، لأن المصرفيين سجلوا أكثر الزبائن جاذبية أولاً. وفى سوق متنام، تكون كل جماعة أقل جدارة بالائتمان من سابقتها، لأن بائع الرهون العقارية مضطر للتوغل فى البرميل بحثًا عن السمكة المقبولة. والنشاط كان يتزايد بالفعل. ففى عام ٢٠٠٢، كان إجمالى ما تم إصداره من الرهون العقارية عالية المخاطر ٢٠٠ مليار دولار. وبحلول عام ٢٠٠٤، بلغ إجماليه ٤٠٠ مليار دولار. ووصلت نسبة الرهون العقارية عالية المخاطر فى ذاك الوقت ١٦ فى المئة من الحجم السنوي- صعوداً من مجرد ثمانية فى المئة قبل عامين ومن لا شيء تقريبًا فى تسعينيات القرن الماضى[٢٦].

كانت هجمة الرهون العقارية عالية المخاطر جزءًا من موجة أوسع وليست أقل بروزًا من الرهون العقارية. فعلى امتداد هذين العامين نفسيهما، بعد انهيار شركات دوت كوم عام ٢٠٠١، ارتفع إجمالى الديون المستحقة على الرهون العقارية من ستة تريليونات دولار إلى ما يقرب من ثمانية تريليونات دولار- فى ارتفاع غير عادى مع ثبات عدد السكان[٢٧]. ويكمن أكثر التفسيرات معقولية لهذا الارتفاع المفاجئ فى أسواق الائتمان المتساهلة بشكل كبير فى البلاد. وبدءًا من الأسبوع التالى لبداية عام ٢٠١١، خفض الاحتياط الاتحادى معدلات الفائدة قصيرة الأجل ١٣ مرة، حتى وصلت معدلات الفائدة أخيرًا فى يونيو حزيران، عام ٢٠٠٣، إلى واحد فى المئة – فى أدنى مستوى منذ حقبة جون إف. كيندى. ولم يبدأ جرينسبان، حتى منتصف عام ٢٠٠٤، وهو ثالث عام من التعافى الاقتصادى، رفع معدلات الفائدة، وهو ما قام به بإيقاع مترو للغاية. وحتى فى وقت متأخر، مثل يونيو حزيران ٢٠٠٥، بلغت معدلات الفائدة على صناديق الاحتياط الاتحادى ثلاثة فى المئة فقط. وبما أن هذا كان يعادل مستوى التضخم، كانت البنوك تقرض مقابل لا شيء فى واقع الحال. وكما فى حال أى سلعة، لا يُستخدم المال بحكمة إلا بالاقتصاد فى إنفاقه – أى عندما يمنع سعره الإفراط فى استخدامه.

وشجعت وفرة الائتمان الناس على الاقتراض. وبالأهمية نفسها تماماً، دعم المال الرخيص توقعًا بالسيولة - وهو إحساس المرء بأنه يستطيع اقتراض أى مبلغ لأن المال، إذا لزم الأمر، يمكن دومًا أن يُسدد باقتراض جديد. وسيطر على بنوك الاستثمار فى وول ستريت الرغبة فى كسب "الفرق": الفرق بين كلفة الاقتراض لديها البالغة الانخفاض والعائد على أى استثمار يدر زيادة طفيفة. وحدث ازدهار فى شراء الشركات بالدين. وكان ما يطلق عليهم مشترو الأسهم الخاصة يدفعون القليل من المال نقداً، ويستحوذون على شركات رفيقة مثل هارتز، وتوايز آر يوز، وبيرجر كينج، بالطريقة العادية نفسها التى كان يشترى بها الناس منازلهم - أى بالدين. وكلما أمكنهم الاقتراض، ارتفعت الأسعار. فقد أصاب الائتمان الرخيص فوائد وول ستريت بالتضخم، ودعم وهم أن الشركات المستحوذة تحسن حقيقة وضع ديونها.

واقترض الأمريكيون العاديون أكثر متى استطاعوا ذلك. واستنفد الزبائن مدخراتهم وظلوا ينفقون (انخفض إجمالى مدخرات الأسرة من أربعة فى المئة من إجمالى الناتج المحلى عندما تولى كلينتون منصب الرئاسة إلى سالب أربعة فى المئة من إجمالى الناتج المحلى بحلول نهاية فترة ولاية بوش الأولى). فمهما يكن الغرض - منزل أو سيارة أو تحسين نمط الحياة- كان الائتمان يدعمها.

لو كان لهذه الفترة التى ظاهرها النعيم جانب آخر لكان المستثمرون الذين عوقبوا بمعدلات الفائدة المنخفضة التى خفضت عوائدهم وكافحوا كى يجدوا أوراقًا مالية ذات عائد أعلى. ولم يكن المستثمرون المحترفون وكبار المديرين التنفيذيين للشركات هم وحدهم الذين دأبوا على الشكوى من الافتقار للفرص بل أيضًا صناديق المستشفيات ومجالس إدارات المدارس من وايتفيش باى، فى ويسكونسن النائية، إلى المدن الكبيرة وأوقاف الجامعات من هارفارد نزولا إلى غيرها، وصناديق المعاشات فى الولايات مثل صندوق معاشات كاليفورنيا - فقد سعى جميعهم إلى الحصول على أوراق مالية تقدم ولو ذرة عائد إضافية. ولم يكن المستثمرون ينظرون إلى أنفسهم "كمن يحاول الحصول" وهو مصطلح يوحى بدرجة من عدم الحرص. فقد تمت طمأنتهم على أن

القروض لصفقات الأسهم الخاصة كانت آمنة، وبالتأكيد فمجموعات الرهون العقارية سليمة. لكن عندما تكون معدلات الفائدة منخفضة، فالطريقة الوحيدة التى يحصل منها المستثمرون بوصفهم جماعة على المزيد هو تحمل مزيد من المخاطر.

وكانت ظاهرة انخفاض معدلات الفوائد تشمل العالم، لكن فى سبيل البحث عن عائد، اتجه المستثمرون غربًا. فقد أنفقت الصين واليابان وألمانيا وعدد من الدول المصدرة للنفط أقل من دخولها، ولذا كان لديها ما تقرضه من المال. وكانت دولاراتهم هو ما غذى حفلة الائتمان الصاخبة. وامتصت الولايات المتحدة وبريطانيا وإسبانيا وأستراليا أكثر من نصف فائض رأس مال العالم؛ وفى قمة الهوس بالاقتراض، فى السنوات الأخيرة من العقد الأول من القرن الحالى، عبت الولايات المتحدة وحدها ما وصل إلى ٧٠ فى المئة[٢٨].

وكان العجز فى الحساب الجارى الأمريكى مصدرًا دائمًا للقلق فى الدوائر المالية الدولية. (يسجل الحساب الجارى المدفوعات التى تدخل وتلك التى تخرج فى الأساس من التجارة وهو مؤشر على الصحة المالية). وقدم بن برنانكى، وهو أحد سبعة محافظين أشرفوا على الاحتياط الاتحادى الذى كان يرأسه جرينسبان، تفسيرًا صادقًا يحل فيما يبدو الأمريكيين من القلق أو اللوم. وبينما كان العالم يوبخ أمريكا لاقتراضها الكثير، أشار برنانكى إلى أن المقرضين يتحملون الخطأ بالتساوى. وكما فصل القول فى كلمة، فى عام ٢٠٠٥، اقتبست كثيرًا، فإن تقلص الادخار الأمريكى قد يكون فى جانب منه "رد فعل على أحداث خارج الولايات المتحدة... يتركز تفسيرى المفضل على ما أراه ظهور نهم ادخار عالمى فى السنوات الثمانى والعشر الماضية"[٢٩]. باختصار، أمريكا تقترض لأن الآخرين يقرضون. و"الآخرون" هم الصين ودول أخرى، الكثير منهم من العالم الثالث – التى كانت مسرفة ذات يوم لكنها تحولت حديثًا إلى مثال الادخار. وجادل برنانكى بأن دولاراتهم يتعين أن تتدفق فى مكان ما، وما الولايات المتحدة إلا مقصد جذاب.

وقلب النمط الغريب من تمويل الدول الفقيرة للدول الغنية تقليداً طويل الأمد. ففى الحقب السابقة، أقرضت الولايات المتحدة الدول النامية، ولطالما ندمت على ذلك. وهذه المرة، كما تقول كارمن راينهارت من جامعة ماريلاند وكينث روجوف من جامعة هارفارد، "قسط كبير من المال أعيد تدويره فى اقتصاد نام يوجد داخل حدود الولايات المتحدة [أضيف التأكيد](٣٠). لم يكن فائض الائتمان يتدفق إلى المقترضين الضعفاء فى الخارج بل إلى أمة الرهون العقارية عالية المخاطر داخل الولايات المتحدة.

ودور الاحتياط الاتحادى، بصفة عامة، هو أن يخفف التيارات المالية المزعزعة للاستقرار. وكان برنانكى واعيًا أيضًا بأن نهم الادخار العالمى يتجلى وجوده محسوساً فى سوق عقارات ملىء بالفقاعات - وخاصة كما أشار "حيث دعمت معدلات فائدة الرهون العقارية المنخفضة مستويات قياسية من بناء المنازل ومكاسب قوية فى أسعار الإسكان". وبعبارة أخرى، كان الأجانب يقرضون المال الذى يغذى، عبر شبكة من الوسطاء الماليين، مشترى المنازل ويضخم الأسعار إلى مستوى يحتمل أن يتجاوز المستوى الذى يكفله العرض والطلب. وخاصةً أن الصادرات الصينية من كل شىء، من لعب الأطفال إلى أجهزة الكمبيوتر، كانت تغذى الرهون العقارية الأمريكية. لكن هذه الاتجاهات لم تزعزع كثيراً لا برنانكى ولا جرينسبان. فكما أكد برنانكى "أنا لا أصدر حكم قيمة لا على سلوك الولايات المتحدة ولا على السكان الأجانب أو حكوماتهم".

فمحور فهم التدفق العالمى للائتمان هو "التعقيد" الكبير، إذا استخدمنا مصطلح برنانكى المثير للإعجاب عن أسواق رأس المال الأمريكية. ففى نهاية سبعينيات القرن الماضى، بدأت الشركات ذات "العلامة الخاصة" تشترى مجموعات من الرهون العقارية وتبيعها إلى مستثمرين. وينسب الفضل إلى لويس رانيرى، وهو تاجر فى شركة سولومون براذرز، فى ابتكار سندات الرهون العقارية. وركز راينرى على الرهون العقارية من الدرجة القابلة للاستثمار، وأعدها بطريقة لتغرى المؤسسات التى استثمرت فى السابق فى سندات الشركات. والتقى وول ستريت فجأة بالشارع

التجارى. وكسبت بنوك الرهون العقارية مصدرًا إضافيًا لرأس المال مما يعنى أنها لم يكن يتعين عليها أن تبقى عددًا كبيرًا من قروضها للثلاثين عامًا كاملة.

ورغم أن هذا جعل الحياة أسهل للبنوك الادخارية (وفى الحقيقة، ساعد فى تجنب تكرار أزمة الادخار والاقتراض فى ثمانينيات القرن الماضى)، لكن "العلاج" أدخل تغيرات دقيقة وعميقة فى تخصيص الائتمان. فليس لدى المستثمرين الذين يشترون مجموعات الرهون العقارية إحساس المقترضين الأفراد كما لدى المسؤول عن القروض فى الشارع التجارى(*). فهم يعتمدون فى الطمأنينة على تصنيف الائتمان. ووكالات التصنيف تتعامل فى حجم، والحجم يتطلب اقتصاديات الحجم الكبير. ويقل الخطر المتضمن فى أى رهن عقارى بعينه عن الخطر المتوسط المتضمن فى المجموعة. وبهذا المعنى، غيرت ثورة راينرى - تحويل الرهون العقارية إلى سندات- أساس الائتمان ذاته.

وطبقت عملية التوريق على الرهون العقارية من الدرجة الأولى، لكن فى عام ١٩٩٧، جمعت شركة كونتى موركيج مئات من القروض الأكثر خطورة. ومولت كونتى الرهون العقارية من خلال بيع الأوراق المالية للجمهور، ممارسة كانت نمطية لدى شركات وول ستريت. وحصل المستثمرون على سندات - وفعليًا على عدد من فئات السندات - التى كانت مؤمنة برهون عقارية أساسية. وحتى لو كانت الرهون العقارية عالية المخاطر، فنحو ٨٥ فى المئة من السندات تصنف بدرجة ثلاثة إيه، وبعبارة أخرى، كانت كونتى موركيج تجمع مجموعة من الرهون الخردة وتقنع وكالات التصنيف أن المجموعة ككل ذات درجة تصنيف استثمارية فى الأساس. ولم يكن هذا سحرًا أسود أو لم يكن كذلك كليةً. كان استخدامًا بارعًا لمفهوم التبعية. فرغم أن الشيكات من الراهنين تودع بطريقة غير تمييزية فى المجموعة، كانت الأموال تخرج

(*) المقصود شارع المؤسسات التجارية الأساسية فى أية مدينة فى مقابل وول ستريت. (المترجم)

إلى حاملي السندات وفق هيكل منظم بعناية في طبقات، لذا، فأدنى درجات حاملي الأسهم - في هذه الحالة القاع الذي يمثل ١٥ في المئة - امتصت كل الخسائر المتوقعة قبل أن تخسر الطبقة التالية سنتًا واحدا.

فقد يعجز أي من هذه الرهون العقارية الخطرة عن السداد ولا أحد منها يعتبر آمنًا بشكل فردي. لكن ما أكدت عليه كونتي موركيج، وما قبله المستثمرون هو أن هذه الخسائر في المجموعة لن يكون أكبر من ١٥ في المئة. وفتح مثل هذه الصفقات عالمًا من الاحتمالات لأنها سمحت لعدد حاشد من المنظمات (المعاشات، والصناديق التعاونية، وأمناء صناديق الشركات) بأن تصر على درجة تصنيف استثمارية ليضعوا أقدامهم في الرهون العقارية عالية المخاطر.

وبالطبع، تعين على رعاة مثل هذه الصفقات أن يعثروا على مشترين للفئات الأكثر خطورة من السندات التي في القاع. وفي الحالة النموذجية لشركة كونتي موركيج، كان ١٥ في المئة من السندات تصنيفها الائتماني أقل، وصولا إلى ثلاثة بي. وهي أقل درجة قبل التصنيف "خردة". وكان يجرى تعويض المستثمرين في السند المصنف ثلاثة بي. بمعدلات فائدة أعلى؛ لكنهم كانوا على رأس القائمة في تكبد الخسائر إذا عجز الراهنون عن السداد. ولن يصل إلى تصنيف ثلاثة بي. إلا المستثمرون الخبراء للغاية - أولئك الذين لديهم خبرة تقييم المخاطر - وهؤلاء المستثمرون الخبراء قاموا بدور المراقبين للآخرين. فلو أن بنكًا جمع حزمة في مجملها خطرة للغاية، فسوف ينفر المستثمرون، وسوف ينتهي الحال بالبنك نفسه بامتلاك السند صاحب التصنيف ثلاثة بي نفسه. وهذا ما لا يريده البنك. ولذا، فوجود مستثمرين حصيفين يخدم فكرة السيطرة على العملية برمتها.

في بداية العقد الأول من القرن الحالي، زعزع هذا التوازن الدقيق طائفة جديدة أقل حصافة من المستثمرين. ومثل هؤلاء المستثمرون التزامات الدين المكفولة بضمان. والتزامات الدين المكفولة بضمان هي شركات وهمية - أي إنها حيل قانونية يجرى تنظيمها بغرض بيع سندات وشرائها. وأدخلت التزامات الدين المكفولة بضمان، التي

صممتها بنوك وول ستريت وفاعلون مشابهون، مستوى ثانيًا من التوريق. فبدلا من شراء الرهون العقارية مباشرة، وفرت التزامات الدين المكفولة بضمان ورقة مالية تستثمر فى أوراق مالية أخرى من الطبقة الأولى استحوذت هى نفسها على رهون عقارية. ومن ثم أدخلت التزامات الدين المكفولة بضمان طبقة إضافية فى العملية نتج عنها إبعاد المستثمر النهائى بشكل أكبر وأصبح أقل استعداداً لفحص جودة الرهون العقارية الأساسية.

ويجفل المرء طبيعيًا من مثل هذا التعقيد، وحقيقةً، فهذه الآليات الملتوية تدل على أن الإخفاق على شفا الحدوث. وأدى وول ستريت، فى حدود ما، خدمة مفيدة؛ فقد جمع مدخرات البلاد ونشرها فى المكان (الذى يأمل المرء) أن تكون الاستثمارات فيه مضمونة. والمهارة التى يؤدى بها مصرفيو الاستثمار مثل هذا العمل الفذ مثيرة للإعجاب. تخيل، على سبيل المثال، الصعوبة التى تتنكبها شركة مثل أى. بى. إم فى توزيع رأس المال فى فئات مختلفة – الأسهم العادية، والمفضلة، والسندات، بل والفئات المميزة من السندات – حتى يكون لدى أى. بى. إم التمويل الذى تحتاجه بمستوى ملائم من أرباح الأسهم والفوائد الواجبة، ويأخذ كل مستثمر على عاتقه المستوى الملائم من المخاطر والمكاسب المحتملة التى يرغب أو ترغب فيها. يستحق هذا الأداء تصفيق المجتمع. لكن عندما تصبح الهياكل المالية مفرطة التعقيد، فإنها تدمر الغرض الأساسى، مثل لوحة أجهزة قياس فى سيارة، دائرتها الداخلية مزدحمة بفتحات الذاكرة والموصلات لتصبح مرتبكة بدرجة تشتت البصر بعيداً عن المهمة الأساسية لقيادة السيارة.

وكانت الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية ابتكارًا نافعًا؛ فمن خلال جمع مجموعة من الرهون العقارية، حققت فائدة الأمن الجماعى. وتم ترويجها إلى المستثمرين كما ينبغى، كأوراق مالية من الطبقة الأولى تنقل رأس المال العام إلى غرض نافع اجتماعيًا. لكن التزامات الدين المكفولة بضمان كانت أكثر ندرة وسلالة مشتبه فيها بشكل أكبر. وكانت تركيبًا ثانويًا أكثر تجريداً وانفصالا وحسابية. وبحلول

عام ٢٠٠٤، كانت مستثمرًا رئيسيًا وربما المستثمر الرئيسى فى الأوراق المالية للرهون العقارية. ومع استعداد مستثمرى التزامات الدين المكفولة بضمان لدفع أسعار أعلى، فقد أزاحوا المستثمرين الخبراء الذين قاموا بدور المراقبين. وربما يمكن طرح السؤال: كيف تحصل التزامات الدين المكفولة بضمان على المال؟ وببساطة، يبيعون هم أيضًا السندات للجمهور، ويغرونهم بمعدلات أرباح كانت أعلى قليلا من تلك التى على الأوراق المالية الأقل مخاطر.

وكان المستثمرون فى التزامات الدين المكفولة بضمان بعيدين إلى حد ما عن الرهون العقارية الأساسية لتخفى بالخداع المخاطر، مع عدم رضاها عن معدلات الفوائد المنخفضة السائدة، فقد توجهت إلى الأوراق المالية التى لا تقدم إلا عائدًا أكبر هامشيًا. وأزالوا، من ثم، عملية فحص مهمة. وفى السابق، عندما كانت شركة مثل كونتى موركيج تجمع مجموعة من الرهون العقارية، كان يتعين عليها أن تتوخى بعض الحذر فى اختيارها وإلا لن تكون قادرة على تمويل المجموعة ببيع السندات. والآن، أصبح القيد الوحيد هو العرض العالمى من رأس المال الذى كان متلهفًا على عائد أعلى. ولأن العالم، كما أشار برنانكى، كان متخمًا برأس المال، فكان الطلب على التزامات الدين المكفولة بضمان بلا حدود تقريبًا.

إذن، فبدلا من أن يستجيب سوق العقارات الأمريكى للمعروض من المنازل أو دخول مشتريها، استبدت به نزوات المستثمرين الدوليين. وكان الاتجاه دوليًا فى الواقع، حيث ارتفعت الأسعار بشدة فى الكثير من الدول، بما فى ذلك بريطانيا وأيرلندا وإسبانيا. وارتفعت أسعار المنازل فى الولايات المتحدة فى بداية العقد الأول من القرن الحالى عشرة فى المئة تقريبًا فى العام، بل ارتفعت أكثر من هذا فى أسواق نشطة- وهو معدل غير مسبوق. وبحلول عام ٢٠٠٥، امتلأت الصحف بمقالات تتناول إذا ما كان الإسكان يشهد "فقاعة"[٢١].

لا يصنع محض الزيادة فى سعر أحد الأصول فى حد ذاتها فقاعة. وقد يكون الأمر هو أن تتيح التغيرات سواء فى العرض أو الطلب سعرًا أعلى بكثير. فسوق

الفقاعة هو الذى يفقد صلته بالعرض والطلب. وفى هذه الحالات، كما حدث فى نهاية تسعينيات القرن الماضى، عندما زعمت أسهم شركات الإنترنت التى بلا قيمة فى الأساس تقديرات بعشرات المليارات من الدولارات؛ أو، فى ثلاثينيات القرن السابع عشر فى هولندا، فى ذروة جنون التوليب، عندما كان ١٢ إكرًا من الأرض تقدم مقابل بصلة واحدة من توليب سيمبر أغسطوس- حيث تطفو الأسعار فوق محض زبد(٣٢). وأثناء جنون التوليب، كان التجار الهولنديون يجتمعون فى الحانات ويتعاقدون من أجل التسليم بالأجل لبصلات زهرة كانت تعتبر ترفًا ورمزًا للمكانة الاجتماعية. وفى تراجع حاد، انهارت الفقاعة وعاد التوليب ليصبح مرة أخرى مجرد توليب. والسؤال المطروح عن أسواق الفقاعات ظل هو نفسه منذ ذلك الحين: ما السعر الحقيقى أو السعر الذى يبرره العرض والطلب؟ وفى عام ٢٠٠٥، وضع مدراء فانى ماى رسمًا للأسعار فوق رسم للدخول فى الجيل السابق، لتحديد الأسعار فى سوق الإسكان. ومن عام ١٩٧٦ إلى عام ١٩٩٩، اتبع الخطان بعضهما البعض، فكل تغير فى نمو الدخل انعكس فى تغير مقابل فى أسعار المنازل. ثم فجأة انفصل الخطان. ففى القرن الجديد، تخلف دخل الأسرة المتوسطة بنمو سنوى بلغ اثنين فى المئة فقط أو نحو هذا. فى الوقت نفسه، ارتفعت أسعار المنازل بشدة. ففى بوسطن، على سبيل المثال، كان المنزل المتوسط الذى يباع مقابل سعر معقول يعادل ٢,٢ مرة من دخل الأسرة المتوسطة فى منتصف تسعينيات القرن الماضى، ارتفع سعره بشدة ليباع مقابل ٤,٦ مرة من الدخل بعد ذلك بعقد. وسُجلت قفزات مشابهة فى المدن الساحلية والمدن مرتفعة النمو(٣٣).

وبحلول منتصف العقد، مع ارتفاع أسعار المنازل بمعدلات تجاوزت العشرة فى المئة، بدأ الناس يعتقدون أن تضخم أسعار المنازل سوف يستمر، واستمر الارتفاع فى مسار ذاتى الدوام. واشترى الناس المنازل كما كانوا يشترون ذات مرة الأسهم - ليس ليعيشوا فيها بل ليبيعوها. واجتذبت مؤتمرات عن كيفية شراء العقارات بدفع القليل من النقود مقدمًا أو بدون دفعها، جمهورًا بالآلاف. وكان يجرى تدريب عوام

الناس الذين بلا خبرة فى عالم العقارات فى حلقات نقاشية على كيفية "الاستثمار" فى العقارات - وكان المقصود بذلك كيفية قلب العقارات مثل تقليب شرائح البرجر للوجبات السريعة. وكان استغلال الرافعة المالية التى توفرها الرهون العقارية الرخيصة هو الغرض التام من مثل هذه الجلسات، لأن الرافعة المالية عظمت كثيراً الأرباح المحتملة. فبالنسبة إلى زوجين لديهما رهن عقارى بنسبة ٨٠ فى المئة، فزيادة سعر المنزل مثلين يُترجم إلى ارتفاع بخمسة أمثال فى القيمة العقارية. حتى التوليب لم يرتفع بهذه السرعة. وظهرت كتب بعناوين مثل الديون العقارية قادرة على أن تجعلك ثريًا بكميات هائلة، ودخلت فى ذاك الوقت فى قوائم الكتب الأكثر مبيعًا[٣٤]. وبلغ إجمالى العمولات على العقارات كنسبة من إجمالى الناتج المحلى مثلين بين عشية وضحاها تقريبًا[٣٥]. - وهى إحصائية غريبة وشاذة، لأنه ما الذى يمكن أن يكون أكثر استقراراً من المعدل الذى ينتقل به الناس إلى منازل جديدة ويسعون للحصول عليها؟ وإذا لم تكن الرهون العقارية تذهب إلى ساكنى المنازل الفعليين، فلمن تذهب؟

وتساءل لارى بيتكوفسكى، وهو شريك فى إدارة فيرهولم فاند، الصندوق الاستثمارى التعاونى الذى يتخذ من نيوجيرزى مقراً، مثل عدد قليل آخر من المستثمرين، ماذا يكمن تحت ازدهار قطاع الإسكان؟ ومضى بيتكوفسكى مثل عدد قليل جداً من الآخرين يحقق. لم يكن فضوليًا بشدة بشأن الرهون العقارية بقدر فضوله بشأن عمل نشاط العديد من شركات الإنشاء التى تراجعت أسهمها بحدة فى النصف الأخير من عام ٢٠٠٥. واعتقد أن هذا قد يكون نتيجة رد فعل مباشر لتعثر، ولذا قرر أن يفحص بعض العقارات فى أرض الواقع. وبدت كل الإنشاءات الجديدة جميعها تحمل أسماء ذات جرس بريطانى، فهى تنم عن كلمات تشير إلى الثعالب ومنازل مالكى العزب والهضاب الصغيرة، كما لو أنها تدثر حداثتها بصور رعوية لحياة الفلاحة فى العصر الفيكتورى. واختار بيتكوفسكى قسمًا صغيراً نمطيًا يُطلق عليه رويال أوكس فى بيرلنجتون تاونشيب وهى ضاحية فى شمال شرق فيلادلفيا.

كانت رويال أوكس التى كانت تنشئها شركة إم. دى. سى. هولدنجز، ومقرها دينفر، جديدة للغاية لدرجة أن بيتكوفسكى لم يجد موقعها على جهاز تحديد المواقع (جى. بى. إس). وعندما وصل إلى المنطقة توقف لدى أحد أفرع مقاهى دانكن دونتس، وطلب قدحًا من القهوة وسأل المرأة التى كانت ترتدى مئزرًا عند طاولة خدمة الزبائن إذا ما كانت سمعت عن رويال أوكس.

وتدخل رجل كان يقف فى الطابور وقال: "أعرف هذا المكان. أمتلك ثلاث وحدات". واشترى بيتكوفسكى للرجل كعكة محلاة وأنصت إلى قصته. وتبين أن الرجل سمسار محلى فى نهاية الثلاثينيات من عمره. وكان الرجل قد قرر أنه يستطيع أن يجنى المزيد من المال بشراء المنازل وبيعها بدلا من العمل مقابل عمولة. وكانت هذه أنباء مثيرة للقلق بالنسبة إلى مستثمر (أو مقرض) بعيد النظر لأن الأكثر ترجيحًا أن يتخلى المضاربون عن رهونهم العقارية أكثر من السكان الفعليين للمنازل. وشكر بيتكوفسكى الرجل، وقاد سيارته متسلحًا بالتوجيهات إلى رويال أوكس. كان سعر المنازل الناتئة – حيث إنها كانت فى طور البناء – يصل إلى نصف مليون دولار. كانت شركة الإنشاء تطلب خمسة آلاف دولار عند توقيع العقد و١٥ ألف عند بدء العمل. كان الأمر يسير على هذا النحو.

وعند المنزل النموذج، الذى كان مشرقًا بسبب مرج الحشائش المجزوزة، كان هناك موظفة توزع منشورات وتصطحب الزبائن فى جولة للفرجة. وسأل بيتكوفسكى، كيف تتأكد شركة الإنشاء من أن المشترين سوف يعيشون هنا وليسوا مجرد مضاربين. قالت المرأة: "لدينا عملية جادة جدًا". ومضى بيتكوفسكى فى تحقيقه، وشرحت المرأة له أن العملية تتألف من أن يُطلب من المشترين أن "يؤشروا داخل صندوق اختيار". وبدأ بيتكوفسكى يفكر فى أن سوق العقارات أصبح أكثر زبدًا وأكثر سرعة فى الزوال مما يبدو عليه.

الفصل الثالث

المقرضون

فى العالم الواقعى ما يرتفع يمكن أيضًا أن ينخفض.

جون سى. دوجان، مراقب عُملة، أبريل نيسان ٢٠٠٦[٣٦].

تعمل المضاربات فى العقارات عمل المخدر فى المقرضين. كانت كانتري وايد أكبر شركة عقارات وأحد رموز السلالة. بدأ رئيسها أنجلو موزيلو فى الرهون العقارية فى الرابعة عشرة من عمره عندما ترك متجر القصاب لوالده ليعمل ساعيًا لدى شركة لويرز موركيج آند تايتل، فى الشارع ٤٣ ويست، فى مانهاتن - فى قفزة لطفل إيطالى أمريكى من الجيل الأول من برونكس. كان يعمل هناك فى حين كان يتلقى العلم فى مدرسة ليلية فى جامعة نيويورك ودفع المستحقات عليه فى صناعة الرهون العقارية وشارك فى تأسيس كانترى وايد عام ١٩٦٩. وربما بفضل لويس رانيرى، التاجر فى سولمون برازرز، والصديق والزميل الذى ينتمى أيضًا لبرونكس، أدرك موزيلو قبل الغالبية الفوائد المحتملة للارتباط بمورقى الرهون العقارية[٣٧]. وفى ثمانينيات القرن الماضى، حتى عندما كانت المؤسسات الادخارية التقليدية تعانى تدهورًا فى الادخار والقروض، كانت كانتريوايد مصدر جذب ناشئًا لفانى وفريدى. وبحلول بداية التسعينيات من القرن الماضى، استحوذت الشركة على مقرضين طويلى الباع مثل تشيس مانهاتن. ورغم أن كانتري وايد كانت تمتلك بنكًا، قامت بدهاء بالكثير من عملها عبر فرعها غير المصرفى الخاضع لقواعد أقل. وأقام موزيلو شبكة على امتداد البلاد

من الفروع، مغريًا المدراء برواتب مرتفعة بل وعلاوات أكبر. وكان محفزًا قويًا صاحب بصيرة وعزم، لكن طبعه كان سلسًا ومريحًا. وكان طموحه فيما يبدو جزءًا من جاذبيته، كما لو كان لصيقًا بسمرته الدائمة وأحذيته الجوتشى.

لم يدخل موزيلو إلى الرهون العقارية عالية المخاطر بكثافة إلا فى عام ٢٠٠٠. ثم تحرك بسرعة عندما استشعر سوقًا بكرًا. واستحث فروعه على فتح صنبور الائتمان، وصنعت كانترى وايد سريعًا سمعة كمحطة أولى للمقترضين المتعثرين. وأقامت قسمها الخاص بالتوريق معطية إياه قناة أخرى لتفريغ شحنة المنتجات. وقدم انخفاض معدلات الفائدة قوة دفع ريح قوية من الخلف، مما عزز حجم الشركة. وبحلول عام ٢٠٠٣، كانت كانترى وايد تنتج (أو تقدم) ١٣ فى المئة من الرهون العقارية على امتداد البلاد، وهو قسط كبير فى مثل هذا السوق التنافسى. وادعى موزيلو أنه لا يستهدف أقل من ٣٠ فى المئة من الحصة[٢٨]. وكان يعتقد فيما يبدو أن المستقبل بلا حدود بما حققه حتى الآن.

وكانت إستراتيجية كانترى وايد، كما هو مذكور فى سجلات لجنة الأوراق المالية والبورصة، ضمان إمكانية الدخول الموجودة إلى سوق الاستثمار من خلال إنتاج "رهون عقارية ممتازة"[٢٩]. فى الحقيقة، انجذبت الشركة تجاه الرهون التى تتزايد مخاطرها. فعلى مدار عامين فقط، من عام ٢٠٠٢ إلى عام ٢٠٠٤، قفزت الرهون العقارية عالية المخاطر من أربعة فى المئة من محفظتها المالية إلى ١١ فى المئة. وفى الوقت نفسه، ارتفعت الرهون العقارية التى يمكن تعديل فوائدها من سُبع محفظتها إلى النصف. بل إن كانترى وايد حققت حلم موزيلو فى التمويل الكامل، أى كتابة أول رهن عقارى مقابل ٨٠ فى المئة من قيمة المنزل، وقروضًا "ظهيرة معززة"، تزامنية فى الغالب، لتغطية الباقى، وهكذا لم يكن "المشترى" يدفع أية أموال. وبفضل هذه التنازلات العديدة للاكتتاب الأضعف، وصل حجم قروض كانترى وايد عام ٢٠٠٥ إلى ٥٠٠ مليار دولار، أى ضعفى حجمه قبل ثلاثة أعوام.

كان أكثر منتجاتها مخاطر، إلى حد بعيد، الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل وهى رهون عقارية ميسورة المنال بشكل مُغرٍ بالتواء شيطانى(*). وكان لدى المقترضين خيار تقليص مدفوعاتهم الشهرية حسب الرغبة، ورغم هذا، فإذا فعلوا، فإن قيمة قرضهم سوف يزيد بمقدار مماثل. ومن ثم، فبدلا من تقليص مديونياتهم بشكل مطرد، كما هو الحال فى الرهون العقارية التقليدية، غرق أصحاب المنازل شهراً بعد شهر بشكل أعمق فى المستنقع. أو كى نلقى بظل مختلف على الأمر، استطاع مشترون - بعضهم كان مثقفًا إلى حد كبير - أن يضاربوا على منازل فى حين بدأوا بمدفوعات مبدئية صغيرة وكانوا يدفعون أموالا قليلة جدًا. وكان من النمطى، أن يبدأ معدل الفائدة على علاوة الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل عند نحو أربعة فى المئة ويقفز إلى تسعة فى المئة، مما يعنى أنه عندما يعدل القرض يصبح المدفوع الضعفين. لكن بعض القروض الإغرائية كانت تطرح بمعدلات منخفضة بشكل مصطنع - بمعدل منخفض وصل حتى واحد فى المئة. وكان بوسع الزبائن الحاصلين على رهون عقارية بقيمة ١٥٠ ألف دولار أن يبدأوا بدفع ١٢٥ دولارًا شهريًا - قابلة لأن تقفز بعد العام الأول إلى رقم فلكى يبلغ ٨٧٦ دولارًا فى الشهر. وكان وسطاء كانترى وايد يجرى تحفيزهم ليبيعوا مثل هذه القروض برحلات مجانية للمنتجين الكبار منهم إلى لاس فيجاس وهاواى. وكانوا يُدربون على ملاطفة الزبائن بترويج مغر يبدأ بالقول "أريد أن أؤكد من أنك ستحصل على أفضل قرض ممكن". وفى الواقع، باع الوسطاء أى منتج له أعلى عمولة - حتى لو ترك المقترض مفتقراً إلى المال للطعام والكساء. وكثير من المقترضين فشلوا فى إدراك أن خيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل شَرك يمكن أن ينتهى بهم الحال فيه إلى الاستدانة بأكثر مما اقترضوا(٤٠).

(*) استخدم المقرضون عدة مصطلحات لهذا المنتج. ورغم أن مصالح كانترى وايد كان "دفع خيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل؛ لكن من أجل الاتساق سوف أستخدم" خيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل." عبر الكتاب. (المترجم)

وعندما بدأ حملة أسهم كانترى وايد يطرحون أسئلة عن المعايير التى تتزايد سوءًا بشكل واضح فى صناعة الرهون العقارية، طمأنهم موزيلو بلطف. وبينما كان منشغلا بشأن تخفيف المقرضين الآخرين معاييرهم، قال فى مناسبات متكررة إنه لن يسمح أبدًا بمثل هذا فى كانترى وايد[٤١].

فى الحقيقة، كانت كانترى وايد تتقدم الطريق. وكما صرح نائب بارز للرئيس دون مواربة، فى رسالة بريد إلكترونى داخلية، "القاعدة الأساسية هى أننا وسعنا قواعدنا كى نسمح بمزيد من القروض تتم الموافقة عليها دون أن تتطلب موافقة استثنائية". وخففت كانترى وايد أيضًا شروط منح القروض "المصرحة" التى يصرح فيها المقترضون بدخولهم لكن لا يطلب منهم تقديم مستندات عن دخولهم. وكان تخفيف آخر، فى نهاية عام ٢٠٠٥، طائشًا بشكل كوميدى تقريبًا. فقد كانت كانترى وايد تشترط، فى السابق، فترة انتظار مدتها عامان قبل أن يتمكن المقترضون الذين صرحوا بدخولهم والذين كانوا قد أعلنوا إفلاسهم الشخصى من التأهل للحصول على ائتمان. واقتصرت فترة الانتظار الآن على يوم واحد[٤٢].

وكان يُعتقد على نطاق واسع وسط العاملين أن المقترضين المصرحين بدخولهم كانوا يكذبون بصفاقة (أشار موظفون إلى هذه القروض باعتبارها "قروض الكذابين"). لكن ضامنى الاكتتاب كان يجرى إثناء عزمهم عن فحص طلباتهم. وجاء صراحة فى كتيب شركة "نبحث دائمًا عن سبل لتقديم القرض وليس رفض تقديمه"[٤٣]. من الصعب التملص من الاستنتاج أن كانترى وايد فضلت ألا تعرف.

واعتقد ضامنو الاكتتاب أنه يفترض بهم أن "يضعوا أوراقًا فى الملف" ليعطوه مظهر التحقيق. وكان طريق الأوراق هذا ضروريًا لكانترى وايد لبيع القرض فى السوق الثانوى - ومادام أمكن بيع القرض فقد أُنجزت مهمة الشركة. وفى إحدى الحالات، تقدم مقترض للحصول على قرض كبير لما كان يزعم أنه سكن أولى. وأشار متدرب فى كانترى وايد، لم يكن تشرب بعد فى إجراءات الشركة، إلى أن المقترض يمتلك أيضًا ثلاثة منازل أخرى كلها بتمويل من كانترى وايد أيضًا. وربما يجب عليهم فحص

إذا ما كان هذا السكن "أولى" حقًا؟ ورفض المشرف عليه الاقتراح وقال: "نحن لا نحاول التحقيق"(٤٤).

من الجدير بالملاحظة، أن الزبائن الذين كانوا يرفُضون بعد توثيق دخولهم، كان يتم حثهم على معاودة التقدم بالطلب هذه المرة على أساس عدم الاعتماد على الوثائق. وبحسب ما قال موظفون سابقون: سوف "يساعدهم" موظفو القروض فى كانترى وايد - باختصار، يدربونهم على الكذب - وعندئذ تتم الموافقة على القروض. أحد موظفى القروض عالى الإنتاجية فى ماساشوستس نسخ ولصق ببساطة ملفات من الإنترنت ليلفق وثيقة مزورة لإثبات أن أحد المتقدمين بطلب موظف(٤٥).

ومهما يكن ما يعرفه من مثل هذه الممارسات، كان موزيلو المزهو بنفسه مقتنعًا على الأرجح أن أسعار المنازل سوف تستمر فى القفز. فلم تشهد كاليفورنيا هبوطًا فى السوق منذ بداية تسعينيات القرن الماضى، ولم تشهد مدينة نيويورك هذا منذ نهاية ثمانينيات القرن الماضى. وسادت صورة مشابهة عبر البلاد. كان التقدير الذى تحظى به المنازل إكسيراً يحول مقترضى الرهون العقارية فيما يبدو إلى أشخاص قادرين على الوفاء بجميع الديون. وربما صيغة للتأمين ضد بعض الجوائح التى قد تأتى، منح موزيلو قروض الرهون العقارية الحبيبة (على أساس بنود محابية) لباقة من نجوم الاقتصاد والسياسة(*)(٤٦). لكن شركته كانت تزدهر فيما يبدو. فمنذ عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠٠٤، ارتفعت أسعار أسهم كانترى وايد أربعة أمثال تقريبًا، وفى السنوات القليلة التالية حصد موزيلو شخصيًا ٤٧٤ مليون دولار من مبيعات الأسهم(٤٧).

(*) كان السناتور كريس دود والسناتور كينت كونراد بالإضافة إلى قاض من كاليفورنيا و وزيرين سابقين لوزارة الإسكان التنمية الحضرية واثنين من المدراء التنفيذيين لفانى ماى (جونسون ورلينز) من بين "أصدقاء أنجلو" الذين حصلوا على رهون عقارية. (المترجم)

ولم يكن من بد أن يتمخض طرح الرهون العقارية فى البنوك عن صراع إلى القاع. وبفضل الضغوط التنافسية، أبلت ممارسات القروض السيئة بلاءً حسنًا، وكان تأثير موزيلو على الصناعة كبيرًا. وكانت الوسيلة الوحيدة للمنافسين كى ينافسوا هى أن يتبعوا النشاط الاقتصادى نفسه الذى تقوم به كانتريوايد. كان بنك واشنطن موتشوال الادخارى، مقره سياتل وعمره قرن، ينتمى لسلالة مصرفية أكثر تقليدية، لكن فى القرن الجديد مر بتجربة ميلاد جديد. كان يدير واشنطن موتشوال منذ عام ١٩٩٠ كيرى كيلينجر، وهو ابن معلم موسيقى من دى موان فى ولاية أيوا، وكان يصلح المنازل فى حين كان طالبًا فى جامعة أيوا ليجمع رأسماله[٤٨]. واستخدم أرباحه فى مستقبل مهنى بوصفه محللا للأوراق المالية بشركة استثمار صغيرة استحوذ عليها واشنطن موتشوال فى عام ١٩٨٢، وبعد ثمانية أعوام، عندما بلغ كيلينجر الأربعين، عين مديرًا تنفيذيًا. وبنى البنك عبر عمليات الاستحواذ والتهم جريت ويسترن فى كاليفورنيا ودايم سيفينجز فى نيويورك ومجموعة كبيرة أخرى. وبحلول عام ٢٠٠٢، أصبح واشنطن موتشوال أكبر بنك ادخارى فى البلاد. ومما له دلالة، قال كيلينجر لشخص يجرى معه مقابلة: "انظر إلى هذا النشاط باعتباره بيعًا بالتجزئة أكثر من كونه عملا مصرفيًا. وهنا يكمن العائد الكبير". وفى نيويورك، كان موظفو استقبال الجمهور التابعون له يرتدون سترات سوداء لهم مظهر الهيبز ويبدون كما لو أنهم أفراد مبيعات فى متجر فى منطقة سوهو (*).[٤٩]

أثار الإقراض التقليدى كيلينجر بقدر لا يقل عما فعله مع موزيلو. فقد نحى كيلينجر جانبًا مصرفيين أكثر حذرًا وأبدلهم بمغامرين. وفى عام ٢٠٠١، ذهب إلى الحد الذى حاول فيه شراء كانترى وايد لكن موزيلو رفض. وضاعف كيلينجر التزامه بإستراتيجية نمو ركزت على الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل. كانت الرهون

(*) منطقة راقية فى مانهاتن يقطن فيها القانون وتكثر بها معارض الفنون. (المترجم)

العقارية القابلة فوائدها للتعديل منتجًا عليه إقبال كبير وما واشنطن موتشوال-كما كان يذهب غرور كيلينجر - إلا متجر. ولا يهتم البيع بالتجزئة إلا بلحظة وحيدة لعقد الصفقة (عندما يتم البيع). لكن النشاط المصرفى مختلف. فمحصول البنك لا يُحصد فى الواقع إلا بعد سنوات عندما تسدد القروض. ولم يؤرق هذا الفرق كيلينجر كثيرًا. وبحلول عام ٢٠٠٣، وسع متجره ليصبح له ٢٢٠٠ منفذ فى ٣٨ ولاية[٥٠].

ولم يكن مدراء أفرع واشنطن موتشوال مختلفين عن مدراء كانترى وايد إلا فى أنهم واقعون تحت ضغط أكبر لإبرام صفقات قروض. وكان الموظفون يخضعون لاستجواب قاس بشأن تفاصيل عن قروض عجزوا عن إبرامها ويُوبخون لإجرائهم استفسارات عن المتقدمين بالطلبات - حتى لو كانت هذه الاستفسارات لا غنى عنها لحماية أصول البنك، ناهيك عن ودائعه التى تكفلها الحكومة. وعندما اكتشف أحد فاحصى الرهون العقارية فى واشنطن موتشوال بمكالمة هاتفية واحدة إن أحد مقدمى الطلبات لدية خمسة آلاف دولار - وليس كما هو مزعوم ١٥٠ الف دولار- استشاط مسؤول الإشراف على القروض غضبًا. وكان الرد على المشرف: "نحن لا نتصل بالبنك". كانت معلومات العميل، كما لو أنها من عالم بديل، مدمرة للهدف. وحثت منشورات شركة، فى الواقع، مسؤولى القروض على أن يجعلوا المقابلات مقتضبة، بشعار آثر وذى دلالة وهو أن "الملف النحيل ملف جيد". وفى إعلانات واشنطن موتشوال، كان الموظفون الذين يرتدون ملابس كاجوال يتندرون على المصرفيين الرصينين الذين يرتدون البدل الرسمية، كما لو أن الأسلوب المصرفى الحريص الذى أبقى على واشنطن موتشوال كمؤسسة قادرة على سداد الديون منذ عام ١٨٨٩، لم يكن قد عفا عليه الزمن فحسب بل مصدر إحراج غير مهم[٥١].

وقدمت واشنطن موتشوال، مثل كانتريوايد، مائدة عامرة من القروض الغريبة - العالية المخاطر والقروض الظهيرة المعززة وخيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل - وأضعف، تدريجيًا، كل ابتكار الائتمان. ومع ارتفاع أسعار المنازل، استطاعت قلة من الناس شراء منازل بقروض تقليدية. ومن ثم أفسحت الرهون العقارية التقليدية

السبيل أمام القروض معدلة الفائدة. ومكن تقلب معدلات الفائدة البنوك من تقاضى أموال أقل فى البداية، مما جعل الحصول على الرهون العقارية أيسر منالا قليلا. وتبع القروض التى يمكن تعديل فوائدها قروض الفوائد فقط - وهى أكثر يسرًا فى المنال - ولا يتعين على العميل أن يسدد رأس المال لسنوات. وكان أكثرها تساهلاً على الإطلاق، خيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل التى كانت ترجئ قسطًا من الفوائد وأيضًا رأس المال وتضيف فائدة قابلة للتعديل. وأصبح خيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل أكثر منتجات واشنطن موتشوال شيوعًا، وشكلت فى نهاية المطاف نصف محفظة البنك الخاصة بالإسكان أو أكثر منها . ونمت فوائد البنك بمعدلات جاوزت عشرة فى المئة، ورغم أن كيلينجر لم يكن فى رابطة موزيلو مثل الملك كريسوس(*). لكنه جمع ١٩ مليون دولار فى عام ٢٠٠٥، وحصد ٢٤ مليون دولار فى العالم التالى[٥٢].

ومع تحقيق النجاح بسهولة شديدة، صم واشنطن موتشوال أذنيه عن الحاجة إلى مراقبة مخاطره. وكانت المنظمة برمتها، بل والموظفون المكلفون بالتحكم فى المخاطر كانوا ذوى طول فى المساعدة فى إبرام القروض. وفى أكتوبر تشرين الأول، من عام ٢٠٠٥- عندما بلغت قيمة دفتر خيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل ٧٠ مليون دولار - وزعت ميليسا مارتنيث، كبيرة مسؤولى الرقابة على المخاطر والالتزام بالقواعد، مذكرة من المفترض أن تكون لكل الأفراد العاملين فى قطاع المخاطر بما فى ذلك كبار المسؤولين الإداريين. ونصحت المذكرة، وكانت أبعد ما يكون عن التحذير من انكشاف واشنطن موتشوال، أن يجرى تطويع وظائف إدارة المخاطر فى البنك لتواكب "تغيير ثقافى"، وأن إدارة المخاطر فى المستقبل سوف تلعب دور "خدمة الزبائن" وسوف تتجنب فرض "عبء" على مسؤولى القروض[٥٣].

(*) كريسوس هو ملك ليديا حكم بين عامى ٥٦٠ - ٥٤٦ ق م. (المترجم)

وبإغفال مشابه للمبادئ المصرفية، ودع عنك الواقع الاقتصادى، مال واشنطن موتشوال إلى المثمنين لتضخيم تقديرات قيمة المنازل. ورغم أن المثمنين كانوا مستقلين اسميًا، لكن واشنطن موتشوال احتفظ بقائمة مفضلة، وكان من المعلوم أن التثمين المحبط سيعنى استبعاداً من القائمة فى المستقبل. وفى إلماحة استدراجية، كان واشنطن موتشوال يكتب رقمًا مقترحًا فى الملف(٥٤).

وبحلول منتصف العقد الأول من القرن الحالى، أصبح منظمو البنوك مهتمين بشأن مثل هذه الانتهاكات، لكن مدراء الرهون العقارية دأبوا على طمأنتهم بأن ليس هناك ما يُقلق. وتباطأت جهات التنظيم فى التحرك لأن اللوائح المصرفية كانت شديدة التشرذم(*). وقلقت بعض الشركات بشأن حماية الزبائن، والبعض الآخر قلق بشأن المخاطر التى تحيط بالمؤسسات. فبعض الوكالات كانت مهتمة بحماية المستهلك؛ والأخرى كانت مهتمة بمخاطر المؤسسات. وبعضها كان يشرف على البنوك ذات الترخيص الاتحادى، وأخرى على البنوك التى تعمل فى الولايات. ولم يكن يستطيع منظم واحد أن يرى فقاعة الرهون العقارية الكاملة التى كان الكثير منها يحدث فى مؤسسات غير بنكية- فى عمليات الإقراض التى لم تكن تأخذ ودائع، وبالتالى كانت محصنة نسبيًا من الفحص. وحتى البنوك التى كانت تحت السلطة الاتحادية للحكومة، مثل سيتى جروب، كانت تفلت من المراقبة باستخدام الشركات التابعة غير الخاضعة للوائح لإبرام صفقات الرهون العقارية عالية المخاطر.

ورغم هذا، ففى الجزء الأخير من عام ٢٠٠٥، بدأ مكتب مراقب العملة يضغط لفرض قيود. ونظم مكتب مراقبة العملة ما يسمى بالبنوك القومية (تلك التى تجيزها الحكومة الاتحادية وليس الولايات)، وأصبح لديه سلطة على ثلثى الأصول ونحو ٦٠ فى المئة من الرهون العقارية فى النظام المصرفى. وعندما أُنشئ المكتب فى عام ١٨٦٣،

(*) تتضمن السلطات المسؤولة بنك الاحتياط الاتحادى، ومراقب العملة، ومكتب الإشراف على هيئات الادخار، وهيئة تأمين الودائع الاتحادية، ووزارة الخزانة، وجهات التنظيم فى الولايات. (المترجم)

كان المال موجوداً في صورة أوراق نقدية فحسب؛ ومن ثم كانت جهة التنظيم المصرفية "مراقب عملة" حرفياً.

وانتاب الرعب جون دوجان، المحامي والمسؤول السابق في الخزانة الأمريكية الذي أصبح مراقب حسابات في صيف عام ٢٠٠٥، بسبب ما سمعه من المحققين التابعين له - خاصة الرهون العقارية التي بلا وثائق وخيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل[٥٥]. وأدرك دوجان أن صناعة الرهون العقارية أصبح يستبد بها التركيز على تقديم القروض بأقل مبلغ مبدئي ممكن - مع توقع أنه تمكن إعادة تمويل كل رهن عقاري قبل أن يتم تعديل. وتضمن هذا عناصر من لعبة بونزي[*]. لأن القروض القديمة كان يُفك رهنها، ليس من خلال دخل لكن باقتراض جديد. وبدأ دوجان يسعى جاهداً لإدخال نهج تنظيمي يملي على البنوك تقييم المتقدمين للحصول على رهون عقارية على أساس قدرتهم على دفع معدل الفائدة المعدل النهائي - وليس فقط المبلغ الترويجي المعلن عنه.

لكن دوجان احتاج إلى تعاون بنك الاحتياط الاتحادي وأيضاً الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع ومكتب الإشراف على هيئات الادخار التي ثبت أنها تتحرك ببطء. وانتاب القلق أقرانه من جهات التنظيم - خاصة مكتب الإشراف على هيئات الادخار الذي يشرف على الشركات البارزة مثل كانتري وايد وواشنطن موتشوال - من أنه إذا أغلقت أو حتى ضيقت قناة القروض أن يعجل هذا بأزمة ائتمان. وعارض جرينسبان من الناحية الفلسفية، أو ربما كرد فعل، تقييد الائتمان.

وبحلول نهاية عام ٢٠٠٥، اقنع دوجان الجماعة، بالملاطفة، بأن تصدر قواعد تجريبية، لكن هذه القواعد خضعت لفترة مناقشة وتمت معارضة صناعة الرهون العقارية

(*) هو نظام بيع هرمي يتم الوعد فيه بالربح الكبير ويمول هذا الربح من تدفق رؤوس الأموال نفسها التي تستثمر تدريجياً حتى تنفجر فقاعة المضاربة، والنظام يحمل اسم تشارلز بونزي الذي قام بعملية تزوير عقاري في ولاية كاليفورنيا على أساس هذا المبدأ.

بشكل محموم. وأحد الأسباب، كما قالوا، أنه إذا خضعت البنوك المرخصة اتحاديًا لقواعد أشد فسوف يسعى المتقدمون بالطلبات إلى اللجوء إلى بنوك الولايات والشركات غير البنكية. وأكد أيضًا مدراء البنوك على أنهم سوف يسارعون ببيع القروض ويزيلون المخاطر (أو، بالأحرى، ينقلونها إلى مستثمرين خارج نطاق مكتب مراقب العملة). وكان رد البنوك على دوجان، في جوهره، هو "إذا كان هناك مشتر راغب في أخذ هذه القروض... فما الذى يعنيك؟".

وساهمت قدرة المقرضين على تفريغ حمولة الرهون العقارية في وول ستريت كثيرًا في فقاعة الرهون. وفي الحقيقي، فكل نمو تقريبيًا في حجم الرهون العقارية كان سببه القروض التي ورقها وول ستريت[٥٦]. ومن مأثورات علم الاقتصاد الكلاسيكي أن الناس يستجيبون للحوافز، ولذلك يتعين أن يكون لنويات الإقراض أساس منطقي وإلا لكانت حمقاء. ولا يستطيع المؤمنون المتشبثون بفكرة السوق الحرة تفسير لسبب إلقاء المصرفيين للمال. لكن إذا فقدوا المال لصالح أشخاص آخرين (في هذه الحالة، للمستثمرين في الأوراق المالية للرهون العقارية)، فنظرية اليد الخفية تبقى بلا شائبة[٥٧] . ومن الواضح، رغم هذا، أن شيئًا أكبر من الحوافز العقلانية كان يعزز هذا السرف. فعلى أي حال، لم يكن بنك بمقدوره أن يأمل أن يبيع محفظته المالية كاملة. وكانت جولدن ويست سيفنجز آند لون مثالاً أوليًا.

كانت جولدن ويست مؤسسة ادخارية تتخذ من أوكلاند في كاليفورنيا مقرًا وظل يُنظر إليها لفترة طويلة باعتبارها نموذجًا لممارسات الإقراض الحصيفة. وكان يديرها الزوجان هربرت وماريون ساندلر، وهما أصلا من نيويورك (كان هربرت محاميًا وماريون محللة في وول ستريت) [٥٨]. وفي عام ١٩٦٣، اشترت أسرة ساندلر جولدن ويست، وكانت مؤسسة متواضعة بها ٢٥ موظفًا ولها مكتبان وقيمتها الإجمالية ٣٫٨ ملايين دولار. وعلى مدار العقود الأربعة التالية، عمل الزوجان شريكين في الإدارة التنفيذية للشركة، وانتعشت جولدن ويست. وفي ثمانينيات القرن الماضي، اتجهت الشركة إلى خيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل التي سوقتها أسرة ساندلرز

للمـهنيين الذين تتـقلب دخـولهم والذين لجـأوا لهـا من أجل التـمـتـع ببـرنامج مـرن فى السـداد. وبحلول العقد الأول من القرن الحـالي، أصبـحت جـولدن ويست مـولدًا له أكثر من ٢٥٠ فرعًا. وظل الزوجـان هما كبيرى مديرى الشـركة (كانت ماريون تقوم بأعمـال الغـزل بالأبرة أحيـانًا أثناء اجتـمـاعـات المديرين)؛ لكن مع تصـاعد المنافسة تعـرضت مـعاييرهم للتـخفيف. وأُعيدت صيـاغة خيـار الرهون العـقارية القابلة فوائدها للتـعديل لتصبح قروض "التقط وادفع" وهو اسم يُذكر أكثر ببطاقات اليانصيب وليس بالرهون العقارية، وكان يجرى ترويجها للناس الذين كانوا ببساطة غير قادرين على دفع المعدل الكامل "بغير خيار".

وربما كان لدى هربرت سـاندلر، وهو نشـأ فى لوار إيست سـايد من نيويورك ابنًا لقامر التهم الربا دخله، بعض التعاطف مع مقترضى الرهون العقارية عالية المخاطر، أو ربما، كما كان الحـال مع كيلينجر، خلع المد المرتفع من التساهل فى معايير المخاطر مرساته. وقـاد البـحث عن النمـو جولدن ويست إلى التـوغل إلى داخل البـلاد سـعيًا وراء توسـعات جديدة، فى صـحـراء كاليفورنيا حيث سادت المنازل المتمـاثلة النسخ والرهون العـقـارية بغـيـر مسـتندات. وبحـلول عـام ٢٠٠٦، أبرمت الشـركة رهونًا عـقـارية قـابلة فـوائدها للتـعـديل بما يزيد على ١٠٠ مليـون دولار[٥٩]، ورغم أن أسـرة سـاندلرز ظلت تصر على هامش من ضـمانات إضافيـة، لكن قيم المنازل كانت متضـخمة وكانت طلبات الحصـول على قروض مليئة بالاحتيـال لدرجة أصبـحت فيـها سجـلاتها مشبـوهة مـثل سجلات واشنطن موتشوال.

واخـتلفت أسـرة ساندلرز فى جانب مـهم واحـد: لم تورق جـولدن ويست قـروضـهـا؛ بل احتفظت بها جميعًا. لابد أن أسـرة سـاندلرز كانت تؤمن بقروضـهـا أو على الأقل توقفت عن عـدم اليقين الذى كانت تمحص به فى الماضى المقـترضين غـير الجـديرين بالإقراض. كان هذا أيضًا ملمحًا من الفقاعة.

وحفز شىء أكبر من الحـوافز المعقولة مقرضين، مثل مورقى وول ستريت. كان شيئًا يجمع بين الحـافز والإيمان. فكلمة "ائتمـان" ذاتها مـشتقـة من الفعل اللاتينى

"يعتقد"، وأكبر تضليل فى التمويل استند دومًا على عملية توسيع الائتمان التى أثبت الزمن صحتها. ويفكر المرء فى شركة ساوث سى، فى القرن الثامن عشر، البريطانية التى أُنشئت لتتاجر فى العالم الجديد ولتسديد الدين القومى لإنجلترا. وارتفعت أسهمها التى يمولها الائتمان إلى حد كبير، عشرة أمثال فى سنة واحدة، فى عام ١٧٢٠، ثم انهارت، مما أدى إلى إفلاس ودمار. أو انهيار وول ستريت فى عام ١٩٢٩؛ عندما ساعدت مضاربات الأسهم على الائتمان فى جعل الانهيار شديد التدمير. وفى ثمانينيات القرن الماضى، باعت شركات، مثل فيدريتد ديبارتمنت ستورز، بالحيلة، السندات الخردة التى تكون الفوائد عليها أكبر بكثير من أرباحها[٦٠]. ولم يثن عدم المعقولية الكامل لوعودها المستثمرين – حتى تقدمت شركة فيدريتد وطائفة أخرى من الشركات بطلبات إعلان الإفلاس. ولم يكن الأمر يتعلق بالاعتقاد بقدر تعلقه بالرغبة فى الاعتقاد. وما دام أن السوق سائل ومفتوح أمام ضخ جديد من الائتمان، فلا حاجة لأن يحل أبدًا يوم الحساب أو هكذا كان الأمل. وفى العقد الأول من القرن الحالى، اعتقد مصرفيو الرهون العقارية ومصرفيو الاستثمار أنه سيكون هناك دومًا مقرض آخر، وقرض آخر، ليخلصهم من العملة الرديئة. وكان على المرء أن يتخيل أنه، على أقل تقدير، لن تحتاج البنوك إلى إجبار من الجهات التنظيمية لتتخذ إجراءات تحمى بها رأس مالها الثمين[٦١]. كان هذا لب عقيدة الجرينسبانية: الناس عقلانيون: والأسواق تعكس إجمالى القرارات العقلانية لجموع كثير من المشاركين. وفى الحقيقة، انغمس المقرضون فى وهم ذاتى بإرادتهم مثل ضحايا بيرنى مادوف (*).

بحلول عام ٢٠٠٤، قفز عدد الأمريكيين الذين "امتلكوا" منازلهم إلى نسبة غير مسبوقة بلغت ٦٩ فى المئة. وبحلول ذاك الوقت، كان أكثر من تريليونى دولار واجبة الدفع عن قروض رهون عقارية عالية المخاطر ورهون عقارية من الفئة إيه. البديلة، وقروض بدون وثائق، وهناك ثلث كامل من عمليات التمويل الجديدة للرهون العقارية

(*) مصرفى أمريكى اتهم بعملية نصب كبيرة. (المترجم)

الخطرة من نوع أو آخر - وهى قروض كانت قبل فترة قصيرة إما غير متاحة أو مقيدة بشدة. وبين قروض الرهون العقارية عالية المخاطر، كان هناك ثلثان قابلان للتعديل، ومن ثم، كان المقترضون عرضة للخضوع لرفع معدلات الفائدة، وتغيير فى ثرواتهم المتواضعة بالفعل، ولانخفاض فى قيمة منازلهم. بل، ومن بين المقترضين ذوى الجدارة الائتمانية العالية، كان أكثر من نصفهم يسعى للحصول على رهن عقارى ثان، كما لو أن العقارات كانت تقدم جائزة لا تنتهى. واعتبر المستثمر رودريجيث هذا خطراً بشكل استثنائى(٦٢). وبالنسبة إلى مستثمرين لديهم هذا المزاج، كانت العقارات، على أفضل التقديرات، أصول يجرى تقييمها ببطء، لأنه، ماذا عساه أن يكون أكثر استقراراً من الطلب على مأوى والمال الكافى الذى يدفعه السكان من أجله؟ فالعقارات هى صخرة البلاد. لكن بالنسبة إلى كثير من الأسر أصبح المنزل شيئاً آخر: كازينو.

لا يستطيع علم الاقتصاد، وحده، تفسير مثل هذه المضاربات المدوخة أو الضعف المذهل فى المعايير الذى سمح بها. انجرف المقرضون، سواء كانوا فى الشارع الرئيسى أو فى وول ستريت، فى عاصفة هلوسة هائلة. كل ما احتاجته البنوك والمستثمرون فى سندات الرهون العقارية وشركات الاستثمار التى هيكلت الأوراق المالية - هو مقدار قليل من التحقق، ورمز أو علامة ما، وبعض التوثيق شبه الرسمى على الأقل. ونادراً ما استطاع المستثمرون أنفسهم أن يفحصوا الرهون العقارية الفردية الأساسية، ولم يكن لديهم أى اهتمام. وسعى معظم المستثمرين إلى وجهات النظر التى تؤيدهم وليس تلك التى تعارضهم. ما كان يريده الجمهور بالنظر إلى الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية هو ضوء أخضر من بعض الخبراء المعترف بهم: ختم أو موافقة. ولا يأتى هذا إلا من الوكالات التى تصنف هذه الأوراق.

الفصل الرابع

نياجرا

أعتقد جازمًا أن موديز تقف فى "الجانب الصواب من التاريخ."

رايموند دبليو. مكدانيل الابن، المدير التنفيذى لموديز، التقرير السنوى لعام ٢٠٠٦.

تمثلت فضيلة وكالات التصنيف فى موضوعيتها التى بلا شائبة والتى كان لها الفضل فى وجودها على الأغلب. فقد دشن جون مودى، المحلل فى وول ستريت، فكرة بيع تصنيف مستقل للسندات فى عام ١٩٠٩، ثم انضم إليه بعد فترة وجيزة ثلاثة منافسين: ستاندرد ستاتستكس، وبورز بابليشنج وفيتش[٦٣]. (ولن يكون من المفاجأة أن نعلم أن ستاندرد وبورز قد اندمجا لاحقًا.) وكانت موديز فى ذاك الوقت، كما هى الآن، تقيم السندات على مقياس مؤلف من ٢١ درجة من ثلاثة إيه. إلى سى؛ وكان المستثمرون والبنوك وآخرون يعتمدون على هذه التصنيفات لقياس احتمالية العجز عن السداد. وكان للشركات المصنفة حصة كبيرة فى النتيجة، لكن حصتها صغيرة فى التأثير عليها. وكانت موديز تعمل لصالح مشتركيها وليس لصالح الشركات التى تطرح أوراقها المالية للبيع.

ولسوء الحظ، لم يدم هذا النموذج طويلا. ففى سبعينيات القرن الماضى، قررت لجنة البورصة والأوراق المالية، فى مسعاها للتأكيد على أن وسطاء وول ستريت

لديهم رأس مال كاف، أن تعاقب الوسطاء عن احتجازهم السندات الأقل من درجة الاستثمار. ثم واجهت اللجنة السؤال: درجة الاستثمار بالنسبة إلى من؟ وقررت اللجنة أن تخلق فئة جديدة من الوكالات المكلفة رسميا بالتصنيف وخصت الثلاثة الكبار - ستاندرد آند بورز، ومووديز، وفيتش. وكانت نتيجة هذا أن تخلت الحكومة عن وظيفتها الرقابية.

وبحلول ثمانينيات القرن الماضي وتسعينياته ، اقتصر بالمثل كثير من فئات المستثمرين بما فى ذلك بنوك وشركات تأمين على السندات التى صنفت عبر واحدة من هؤلاء الثلاثة. وأُجبرت الشركات بالتالى على السعى للحصول على التصنيفات الائتمانية التى بدونها لا يمكنها تسويق سنداتها. وبدأت الوكالات التى أدركت أن لديها منتَجًا عليه إقبال شديد الآن فى تقاضى أموال من الشركات ذاتها التى تطرح سنداتها والتى تقوم الوكالات بتصنيفها. وبعبارة أخرى، فإذا أرادت شركة فورد موتور بيع دين، فعليها أن تدفع لموديز كى تصدر رأيها. وكان هذا لموديز أكثر كفاءة من تقاضى أموال من المشتركين، لكنه وضع الوكالات فى موقف صراع. فبدلا من بيع الآراء للمستثمرين، باعت "رخص" تمكن المقترضين أصحاب المصالح الذاتية أنفسهم من العمل فى أسواق الائتمان(*).

وأصبح الصراع أكثر خطورة عندما، فى نهاية الثمانينيات، ابتكر وول ستريت التمويل المهيكل - وهو مصطلح عام عن الأوراق المالية مثل السندات العقارية ومجموعات الأصول الأخرى التى تتحول إلى استثمارات جاهزة.

(*) كلمة "الترخيص" استعارة اقترحها فرانك بارتنوى. وحالة إيزون توضح الأمر. ففى فترة طويلة من عام ٢٠٠١ ، بينما ثروة إنرون تتدهور بشدة، ظل التصنيف الائتمانى لإنرون عند ثلاثة إيه. لكن فى نهاية نوفمبر تشرين الثانى، خفضت ستاندرد آند بورز ديون إنرون إلى أقل من الدرجة الاستثمارية. وكان هذا بالنسبة إلى المستثمرين دلالة على أن إنرون أبعدت عن أسواق الائتمان : فقد فقدت "ترخيصها" للاقتراض. وبعدها بأربعة أيام تقدمت بطلب إعلان إفلاسها.

وعندما أصدرت فورد سندًا تقليديًا كانت المعلومات الضرورية للمستثمرين لتشكيل رأى عنها موجودة بالفعل، فى الميزانية. لكن فى حالة ورقة مالية خاصة بالرهون العقارية، فإذا حاول ليمان برازر أن يسوق سندًا مدعومًا مثلاً برهون عقارية عددها ١٤٠٠ – فحتى مع افتراض أن ليمان عطوف بما يكفى لتقديم أسماء المقترضين وعناوينهم بل وحتى دخولهم- فإن المستثمر النمطى كان سينفر مبتعدًا فى ارتباك مذهل. فما الذى سيفعله مستثمر برهون عقارية عددها ١٤٠٠؟ ولذلك فالذى كان يفعله ليمان، وكل مكتتب، هو توكيل موديز وفيتش وستاندرد آند بورز. وبمجرد أن يحصل السند على تصنيف، كان يسعد المستثمر أن يلبى دعوة ليمان. وفى الحقيقة، فإذا قالت موديز أن السند تصنيفه ثلاثة، إى، فلن يهتم المستثمر بأشياء أخرى. فإذا كان الجانب الخلفى من ملكية المنازل الأمريكية هو خط تجميع هائل لحزم الرهون العقارية، فإن وكالات التصنيف احتلت موقع نقطة العبور المحورية.

ورغم أن الوكالات كانت فى موقع قوة، كان لوول ستريت نفوذ كبير أيضًا. فمن ناحية، كان النشاط الاقتصادى عالى الربحية لوكالات التصنيف. وكانت رسوم تصنيف مجموعة رهون عقارية يتم مقابل ٢٠٠ ألف دولار، وكان النشاط متمركزًا وسط عدد قليل نسبيًا من المورقين مما يعنى أنه (فى هذا النشاط) كان لموديز والباقين عدد قليل نسبيًا من الزبائن. ومع الأخذ فى الاعتبار أن أرباح الوكالات ترتفع بشدة (فمن عام ٢٠٠٢ إلى عام ٢٠٠٦، ارتفعت حصيلة موديز ثلاثة أمثال تقريبًا)، فإنها كانت تدفع مقابلا لها لتبقى على علاقة جيدة بوول ستريت. وإضافةً إلى هذا، فعندما كان يأخذ ليمان مجموعة رهون عقارية إلى موديز، فكان لا يدفع الرسوم إلا إذا كان راضيًا عن التصنيف. وبخلاف هذا، كان بوسعه أن يجرب حظه مع ستاندرد آند بورز أو فيتش. ولفهم الخطورة على نزاهة العملية، فلتتخيل وكالات التصنيف الكبيرة كثلاثة صالونات متنافسة بجانب بعضها البعض، يتمتع كل منها بحرية تحديد الحد الأدنى للعمر المسموح فيه بتناول الكحول. فلن يمضى وقت طويل، حتى يستطيع البالغ عمرهم تسعة أعوام شرب ويسكى بوربون.

وكما كان يمكن التنبؤ بالأمر، بدأت الوكالات تحرف معاييرها. وفى عام ٢٠٠٤، كتب شاب صاعد يبلغ من العمر ٣٤ عامًا فى ستاندرد آند بورز بهلع إلى رئيس التصنيفات، بعد أن انتزعت موديز تكليفًا: "خسرنا لتونا صفقة كبيرة من الأوراق المالية من الرهون المدعومة بالعقارات لصالح موديز بسبب فارق كبير فى مستوى الدعم الائتمانى المطلوب". وتقدم بالتماس لستاندرد آند بورز بأن تخفف متطلباتها: "الطريقة الوحيدة للمنافسة هو اتباع نموذج مختلف فى التفكير". حتى رايموند مكدانيل، كبير المديرين التنفيذيين لموديز، اعترف فى رسالة بريد إلكترونى أن الأسواق تعاقب الوكالات على صرامتها، وقدم ملاحظة جافة مفادها: جودة التصنيف أصدقاؤها قلة بشكل مستغرب"[٦٤]. ومع نمو نشاط الرهون العقارية، نما الإغراء بتخفيف المعايير.

تَذكر أن الأوراق المالية للرهون العقارية كانت تباع لتمويل أدوات الاستثمار التى اشترت رهونًا عقارية فعلية. وفى صيغة مبسطة، كان البرنامج يشبه بركة سباحة بخرطوم واحد (ينقل المدفوعات من مالكى المنازل) لتتدفق فى بركة السباحة وخرطوم آخر (يوزع الشيكات إلى حملة السندات) لتتدفق خارجها. وكان يتعين أن يحمل الخرطوم الداخل إلى البركة سائلا أكثر قليلا - من ناحية لأن المصرفيين ما كانوا ليحملوا أنفسهم مشقة هيكلة الصفقة إذا لم تتبق أموال لدفع رسومها الكثيرة، ولأن على المرء أن يزعم أن بعض المياه سوف تتسرب مع عجز عدد قليل من ملاك المنازل عن السداد. كانت الخدعة للبنوك هو جمع ما يكفى من الرهون العقارية عالية المخاطر أو رهون عقارية مشتبه بها - التى تكون فيها معدلات الفائدة، ومن ثم، حجم مدفوعات ملاك المنازل، أعلى - دون تعريض تصنيف السندات للخطر. ومعدلات الفائدة الأعلى على الرهون العقارية كانت تعنى المزيد من تدفق المال فى البركة. لكن إذا تم خفض تصنيف السندات بشكل كبير، سوف تخرج أموال أكثر وسوف تجف البركة.

وتيسر لهذا الكاتب إلقاء نظرة على بركة فعلية، ولنعطها اسمًا حركيًا هو الرهون العقارية عالية المخاطر إكس. واى. زد. وصدرت إكس. واى. زد فى ربيع عام ٢٠٠٦، وتضمنت ٢٣٩٣ رهنًا عقاريًا بقيمة اسمية بلغت ٤٢٠ مليون دولار، أو نحو ١٨٠ ألف دولار للقرض المتوسط. وصدرت الرهون العقارية عن "مقرض غير مصرفى" (قد يكون كانترى وايد) فى الساحل الغربى. وأخذ المقرض القروض إلى بنك استثمارى فى نيويورك الذى جمع حزمة رهون وقدمها إلى موديز.

تجسد إكس. واى. زد ذروة العصر. وكان كل رهن عقارى هو رهن عقارى عالى المخاطر، وكان ثلاثة أرباع الرهون العقارية قابلة لتعديل الفوائد. وعلاوة على هذا، فوفق الحسابات التى قدمها البنك الاستثمارى لموديز، كان هناك ٤٣ فى المئة من المقترضين لم يقدموا وثائق مكتوبة عن دخولهم؛ وعلى موديز أن تصنف الرهون العقارية على أساس الاعتقاد. وارتكن محلل موديز لحقيقة أن معظم القروض فى إكس. واى. زد – كما قال المقترضون– من أجل أول مساكنهم. على أى حال، لم تتصل موديز بالمنازل هاتفيًا فى ساثرن كاليفورنيا (حيث كانت تتركز الرهون العقارية) للتحقق من مثل هذه النقاط. كما لم يكن متاحًا لها الدخول إلى ملفات قروض الأفراد. وبدلاً من هذا، قامت بتحليل إحصائى للحزمة ككل. ورغم أن القروض كانت من أجل أول رهن عقارى، وهى نقطة أثرت فى محلل موديز إيجابيًا، فنصف المقترضين تقريبًا كانوا يحصلون على قرض ثان أيضًا. ومع الجمع بين قرضيهما لم يكن لدى الكثير من المقترضين قيمة عقارية أو كان لديهم قيمة عقارية ضئيلة.

واقترح البنك تمويل هذه الرهون العقارية مع ١٢ طبقة من السندات من رتبة ثلاثة إيه، إلى رتبة بى. إيه ١ المنخفضة. ومن ثم، فبدلا، من حزمة واحدة، كان الهيكل يشبه شلال مياه يتدفق فوق برك طواحين صغيرة فى مستويات متعاقبة. فى القمة، كانت الأموال تسحب لدفع السندات من رتبة ثلاثة إيه؛ والمال المتبقى يتدفق إلى الطبقة التالية من الشلالات ليُدفع منه السندات التالية من أعلى تصنيف وهكذا. واعتمدت شلالات نياجرا المالية هذه التى تصيب بالدوار على الوفاء بشرطين: (١) أن

يحصل نحو ٨٠ فى المئة من السندات على تصنيف ثلاثة إيه، و(٢) أن يحظى حتى أدنى السندات تصنيفًا بدرجة استثمارية.

وكى يحصل البنك على هذه التصنيفات، كان يتعين عليه (أو على عميل) أن يستثمر ما ترى موديز أنه وسادة مناسبة من رأس المال. وعندما أراد البنك بشكل طبيعى أن يقلل هذا الاستثمار، لعبت وكالات التصنيف الدور الذى كان حكرًا على الحكومات أو البنوك وهو: تحديد مستوى رأس المال الملائم. وكان لدى الوكالات نماذج أحصت حجم وسادة رأس المال الذى تتطلبه حزمة ما من الرهون العقارية، وكانت هذه النماذج متاحة لليمان ومصدرين آخرين. وأصبح وول ستريت بارعًا فى جمع خليط من القروض التى يباركها الكمبيوتر. واتبع المصرفى فى الرهون العقارية عالية المخاطر إكس. واى. زد الأرقام حتى حصل على نتيجة إيجابية وأرسل حزمة (مقترحة) لموديز تشترط تصنيفات مطلوبة. ثم تحدث البنك وموديز بهذا الصدد. ومع أن لموديز القول النهائى، كانت العملية تعاونية. وساهمت مهارة وول ستريت فى تشغيل النظام (مصحوبًا بحقيقة أنها دفعت السعر) فى صنع بيئة يتزايد تساهلها فى التصنيف. وفى مناخ الرهون العقارية المحموم لعام ٢٠٠٦، لم تستغرق موديز إلا يومًا واحدًا لتُعالج البيانات. وفى حالة الرهون العقارية عالية المخاطر إكس. واى. زد استنتج محللوها إن الخسائر لن تزيد على ٤,٩ فى المئة، لأنه عندما قدمت الصفقة وسادة رأسمالية بنسبة ٧,٢٥ فى المئة، تمت الموافقة على التصنيف.

ولكن مدير إكس. واى. زد كان يحتاج لطريقة للتخلص من السندات، وخاصة تلك التى فى أدنى طبقة والتى تكون فيها التزامات الدين المكفولة بضمان شديدة الأهمية. وبحلول عام ٢٠٠٥، كانت التزامات الدين المكفولة بضمان تبيع (وتشترى) فعليًا كل سند رهن عقارى منخفض التصنيف متاح. وسوف يتم تذكر أن التزامات الدين المكفولة بضمان هى أوراق مالية ثانوية؛ أى إنها اشترت الأوراق المالية، مثل (إكس. واى. زد)، والتى اشترت الرهون العقارية الفعلية. ومولت التزامات الدين المكفولة بضمان أيضًا من بيع السندات، وكانت أوراقها المالية تحتاج أيضًا إلى

تصنيف – ففى الواقع، ستكون بلا قيمة تمامًا بدونه(*). تمامًا كما صنعت الرهون العقارية عالية المخاطر إكس. واى. زد سندات عالية التصنيف من رهون عقارية خردة، أخذت التزامات الدين المكفولة بضمان سندات رهون عقارية منخفضة التصنيف، وحولت تصنيفها إلى ثلاثة إيه. وكانت عجلة التزامات الدين المكفولة بضمان هى ما جعل وول ستريت يتورط حقًا فى فقاعة الرهون العقارية. وما كانت تمثله كانتريوايد لقروض المنازل، سوف تمثله ميريل لينش لالتزامات الدين المكفولة بضمان. وبمجرد أن تحولت الرهون العقارية للأفراد إلى أوراق مالية مصنفة وعامة، حتى أصبحت، فيما يبدو، مجرد منتج آخر لوول ستريت وهو نوع من الوثائق التى تعاملت فيها ميريل كل يوم.

ومع أن المحلل فى الرهون العقارية عالية المخاطر إكس. واى. زد كان على دراية ما بالرهون العقارية، لم يكن لدى المحللين المكلفين بتصنيف التزامات الدين المكفولة بضمان أى من هذه الدراية. ومحللو التزامات الدين المكفولة بضمان محض أشخاص كميين – حيوانات إحصائية تعيش فى الأرقام. وصنفوا التزامات الدين المكفولة بضمان من خلال الاستنباط من الأوراق المالية السابقة. كم يتكرر عجز ورقة مالية تصنيفها بى. إيه. ١ عن السداد؟ كم يتكرر عجز ورقتين ماليتين عن السداد لمرات متتالية؟ ماذا عن تعرضها لظروف الكساد؟ كان الحساب صعبًا للغاية. أقامت ستاندرد آند بورز قسمًا لالتزامات الدين المكفولة بضمان يضم ١٥٠ شخصًا، كجزء من جماعة الكهنة حاملى درجة الدكتوراه التى تمتد من شركة لشركة. وفعليًا، لا يستطيع أحد من خارج السلك الكهنوتى – لا جهات الرقابة الحكومية ولا مدراء البنوك – فك هذه النماذج الملغزة.

(*) ومن المؤلم القول إنه كان هناك أدوات من المرتبة الثالثة عرفت باسم التزامات دين رباعية مكفولة بضمان، كانت تشترى سندات صادرة عن التزامات دون مكفولة بضمان أخرى، والمصرفيون شديدو النشاط نشروا مُشتقًا من المرتبة الرابعة: التزامات دون تكفيرية مكفولة بضمان.

لكن صانعى نماذج التزامات الدين المكفولة بضمان كان لديهم سر. فبسبب التغيرات العميقة فى الرهون العقارية، فليس لديهم فى واقع الحال بيانات ذات صلة للمدخلات. وفى عام ٢٠٠١، عندما ارتفعت بشدة التزامات الدين المكفولة بضمان، فحصت ستاندرد آند بورز "الارتباطات" التاريخية لسندات الرهون العقارية. وفى التوقعات الإحصائية، فالارتباطات هى المفتاح المهم للغاية؛ فهى تساعد المحللين على تقرير إذا ما كان هناك مجرد فرصة عشوائية أو فرصة أفضل من العشوائية تعجز فيها السندات عن السداد ترادفيًا. لكن، وسط آلاف من سندات الرهون العقارية التى وجد لها سجل فى عام ٢٠٠١، وجدت ستاندرد آند بورز أن ٤٥ منها فقط عجزت عن السداد - فى المطلق. ومن الواضح أنها لم تكن كافية بوصفها عينة حتى لمجرد التخمين عن الارتباطات. ولكن دون خيار آخر، كان التخمين هو ما فعلته ستاندرد آند بورز ومنافستها كثيرًا أو قليلا.

ولأن أسواق الإسكان كانت فى الماضى إقليمية فإن الارتباطات كانت من المزعوم أنها متواضعة. فسوق نيو إنجلاند لم ترتفع أو تسقط مع سوق كاليفورنيا أو سوق جورجيا. ولم تنخفض أسعار الإسكان على أساس قومى فى أى من السنوات منذ بداية الستينيات (بعض المروجين شوهوا هذه الحقيقة، مفضلين الادعاء بأنها لم تنخفض قط[٦٥]). لكن صناعة الرهون العقارية تطورت سريعًا. المقرضون أنفسهم كانوا نشطاء وقدموا المنتجات الجديدة نفسها من الساحل إلى الساحل. وأوحى التفكير البديهى بأن الارتباطات كانت تتنامى. والتاريخ المالى مترع بأمثلة من الارتباطات غير المتوقعة عندما انهارت الأصول المتنوعة والأسواق غير المرتبطة فيما يبدو ببعضها فى تناغم.

صحيح أن التاريخ مرشد لا يعتمد عليه للغاية فى مخاطر المصائب المالية. ومن المغرى جدًا حساب الاحتمالات من الخبرة السابقة، كما يستنبط المرء الاحتمالات فى مباراة للعب الورق. وفى لعب الورق، يمكن تحديد كمية المخاطر، فنحن نعرف على وجه اليقين أن ورقة ملكة البستونى تظهر مرة فى سحب ٥٢ ورقة. لكن معرفتنا بالورق

فى مجموعة ورق اللعب للتاريخ غير كاملة. وقبل عام ١٩٢٩، لو أن هناك كمبيوترًا لأحصى احتمالات ضعيفة جدًا عن الكساد الكبير؛ وبعدها، لأحصى احتمالات أكبر بكثير[٦٦]. بالنسبة إلى محللى التزامات الدين المكفولة بضمان، أوحت القيمة المرتفعة للمنازل بأن مجموعة ورق لعب الرهون العقارية مليئة بورقة الآص. واختبرت فريدى ماك الكساد فى محفظتها المالية أمام احتمال تنخفض فيه أسعار المنازل أربعة فى المئة فى العام لما يصل إلى ثلاث سنوات. كانت هذه أسوأ حالة يمكنهم تخيلها؛ وكان حدوث انخفاض أكبر خارج نطاق نماذجهم.

كان فى قلب تفكير وول ستريت (ونماذجه) زعم العشوائية: افترض أن عدم ترابط الأحداث فى الماضى القريب عشوائى فى كل العصور. واستخدمت وكالات التصنيف الائتمانى بالفعل مجاز المقامرة لتصف نهجها. كانت تُعرف بنهج مونت كارلو، لأنها قيمت عمليات العجز عن السداد فى المستقبل بأنها حوادث عشوائية عرضة لقوانين ألعاب الكازينوهات. وتبنت بنوك وول ستريت بشكل كامل هذا النهج، ومما يثير الدهشة أكثر أن الجهات الرقابية الاتحادية[٦٧]. تبنته. واعتبرت البيانات التاريخية، مثل أسعار الأسهم وإحصاءات العجز عن سداد الرهون العقارية، دليلا على أنها حقائق ثابتة: فسوق الأسهم ثابت نسبيًا؛ وسوق الإسكان لا ينهار؛ ومعدل العجز عن سداد الرهون العقارية يبلغ واحدًا فى المئة فى العام. وتبنى وول ستريت إستراتيجيات كمية لأنها قدمت دقة أكبر من الحكم عتيق الطراز - وكانت تُحول فيما يبدو المقامرات المالية إلى علم راسخ. وملأت البنوك الاستثمارية أقسام المخاطر بحملة درجات الدكتوراه. وتمثلت المشكلة فى أن ملاك المنازل لم يكونوا جزيئات والتمويل لم يكن فيزياءً. وظفت ميريل جون بريت، وهو صاحب نظرية فى الجسيمات، فى منصب مدير المخاطر، وحاول بريت أن يشرح لنظرائه أن قوانين الحركة البراونية لا تصف حقيقةً التمويل - فهذا ليس علمًا، بل شبيها بالعلم. وكانت النماذج تقول إن المحفظة المالية المتنوعة من سندات البلديات سوف تخسر أموالا مرة كل عشرة آلاف سنة، لكن كما أشار بريت فقد تحطمت محفظة مالية قبل ١٥٠ عامًا فقط، أثناء الحرب الأهلية. وبالنظر إلى محفظة ميريل المالية من التزامات الدين

المكفولة بضمان، قيمت الشركة خسارتها المحتملة عند "٧١,٣ مليون دولار"[٦٨]. وكان هذا عبثيّا - ليس لأن الرقم عال أو منخفض، بل بسبب العجرفة وإيهام الذات المتضمن فى هذه الدقة العشرية الدقيقة.

ويمكن حساب الاحتمالات الدقيقة بمكعب النرد أو بالظواهر التى تحدث طبيعيًا مثل تقزح الضوء فى الأعالى. لكن نماذج العجز عن سداد الرهون العقارية لا تتوافق بالضرورة مع المنحنى الذى على شكل جرس. فالناس يعجزون عن السداد لأسباب، عادة تتعلق بدخولهم وظروف أخرى تعانى تغيرًا غير موات أو لأن البنك أخطأ فى الحساب من البداية. فالعوامل التى تواجه رهنًا عقاريًا لأسرة قد تكون مستقلة عن تلك التى تؤثر على جارهم - وبعبارة أخرى، عوامل عشوائية. لكن قد تكون مرتبطة ببعضها البعض. ولم تكن مصادفة أن يُحبس الرهن العقارى من الملايين أثناء الكساد الكبير. وفى حقبة التزامات الدين المكفولة بضمان، تجاهلت وكالات التصنيف التغيرات الهائلة فى نماذج الإقراض التى قد تؤثر بشكل متواصل فى النزوع العام للعجز عن السداد. وكانت طبيعة القروض التى كتبتها كانتري وايد وواشنطن موتشوال مختلفة للغاية عن تلك التى كانت فى الحقب السابقة التى كانت الإحصاءات التى تقوم عليها نماذجها عديمة الفائدة فعليًا - مثل التنبؤ بحوادث السيارات باستخدام البيانات من حقبة الخيول والعربات.

لماذا يشترى مدراء التزامات الدين المكفولة بضمان مثل هذا السند عالى المخاطر للرهن العقارى؟ اعتقد مارك إدلسون، الخبير فى التمويل المهيكل فى موديز الذى ترك الشركة مباشرة قبل اشتداد جنون التزامات الدين المكفولة بضمان، أنه بسبب أن المدراء غير مضطرين لتحمل المخاطر؛ لذا يتحملها المستثمرون فى التزامات الدين المكفولة بضمان. وأيضًا، مع معرفة القليل عن الرهون العقارية، لم ير المدراء فى سندات الرهون العقارية عالية المخاطر إلا فكرة تجريدية. وكتب إدلسون، فى تقرير عن الرهون العقارية عالية المخاطر، "نسبوا خصائص رياضية للرهون العقارية الأساسية عالية المخاطر... كان يجب عليهم أن يركزوا على القروض الفعلية وعلى عملية

الإقراض"[٦٩]. وأراد المستثمرون، بحال من الأحوال، أن يشتروها - حتى لو كان هؤلاء المستثمرون لا يعرفون شيئًا عن المنتج الأساسى. من وجهة نظر أستاذ القانون فرانك بارتنوى "حلت التصنيفات المرتفعة محل الحكم المستقل"[٧٠].

حتى مارك زاندى، كبير الاقتصاديين فى قسم التوقعات المستقلة فى موديز اشتد قلقه. وفى مايو أيار، من عام ٢٠٠٦، قبل شهر من تصنيف موديز لرهون إكس. واى. زد، كتب زاندى أن معايير الائتمان أصبحت متراخية بشكل خطير. وكانت "أغلبية ضخمة" من موظفى القروض يخففون معايير الاكتتاب لكل أنواع قروض المستهلك. وحتى عندما كان زملاؤه يقحمون المزيد من نقانق الرهون العقارية عالية المخاطر فى آلة التصنيف، ركز زاندى على الرهون العقارية دون المعيارية - وبخاصة المستوى الذى فى "رهافة الشفرة" من القيمة العقارية التى تستقر عليها. وسأل مغتاظًا، ما الذى يحدث إذا قرر الأجانب الذين يستحوذون على نحو ثلاثة مليارات دولار من الأوراق المالية للرهون العقارية الأمريكية البيع؟ وإذا فعلوا، فقد يعنى هذا التسبب فى مشاكل لسوق الرهون العقارية - التى أصبحت بنوك وول ستريت، واسطة التزامات الدين المكفولة بضمان، تعتمد عليها بشدة. وخلص زاندى إلى أن "البيئة توحى بأنها تتزايد نضوجًا لوقوع حدث مالى من نوع ما"[٧١].

الفصل الخامس

ليمـــان

كان النظام المصرفى يتحول إلى ميزانية عمومية لا تسجل بها بعض البنود وعالم من المشتقات – نظام الظل المصرفى.

جارى جورتون "ذعر عام ٢٠٠٧"[٧٢].

لم تتورط شركة فى وول ستريت فى الرهون العقارية مثلما فعلت ليمان برازرز. وكانت ليمان التى تأسست فى عام ١٨٥٠ شركة غير مترابطة، قبائلية الثقافة. وحتى مع نموها لتصبح بنكًا استثماريًا مرموقًا، ظل مصرفيوها المعتدون بأنفسهم منعزلين عن الخارج ويرتابون فيه. ولو أن للشركة شخصية، فأنها تجسدت فى شخصية ريتشارد فولد الذى انضم إلى ليمان أيام كانت شراكة خاصة، وقضى هناك حياته المهنية برمتها، وأصبح منذ عام ١٩٩٤ رئيسها. ورغم انعزاله وصمته، غذى فولد إخلاصًا عائليًا للشركة. وبناء على إصراره، كان المدراء يحصلون على الكثير من رواتبهم فى صورة أسهم، معززًا الإحساس بمصير مشترك. وبنحافته وقامته المشوقة، كان يشبه الممثل آل بيتشينو، محاكيًا بشكل غامض شخصيته فى الأب الروحى (الفيلم الذى شاهده فولد مرارًا)، وتمثل أشهر محاكاته فى الحملقات القاسية التى كان يرد بها على توسلات مرؤوسيه. وكانت عيناه التى ترمى بسهام، فى حالة تأهب دائم بحثًا عن فرائس فيما يبدو. وربما كان لديه سبب، فقد عانت ليمان من خبرة الاقتراب من الموت فى كل دورة سوق تقريبًا. وفى عام ١٩٩٨، عندما انفجر صندوق التحوط لونج – تيرم

كابيتال مانجمنت، وعرض فيما يبدو وول ستريت للخطر، مضى فولد على الطريق بشجاعة ليمنع الدائنين فى ليمان من سحب خطوطهم الائتمانية؛ وأنقذت جهوده الشركة. كان لديه جرأة مقامر، ويعتقد فى أعماقه، أنه سيقدر دائمًا على أن يلعب الورقة الأخيرة – فإذا أغرق انخفاض السوق أو أزمة ائتمان شركته، فإنه سيجد طريقة ليعود بها إلى المنزل.

تعلم فولد فى جامعة كولورادو وجعله تعليمه المتوسط يشعر بعدم أمان شديد وسط مصرفى الاستثمار خريجى جامعات رابطة اللبلاب(*). رفيعى الثقافة. ومن النواحى الأخرى، كان كبير مديرين تنفيذيين نمطيًا من مدراء وول ستريت. وكسب المال بفضل صفات خشونته كتاجر ونباحه الحلقى. وأحرز طموحه سمعة متنامية وشيك راتب من ثمانية أرقام بكل ما يوفره من: مقتنيات فنية من تلك التى يمكن بيعها فى المزادات ومقعد فى مجلس إدارة متحف الفن الحديث لزوجته؛ ومنازل فى جادة بارك وفى جرينيتش، وكونتيكت، وصن ڤالى، وإيداهو، وجزيرة جوبيتر فى فلوريدا. بل إن أسرة فولد اشترت عقارًا فى ڤيرمونت ليكون مهبطًا عندما يسافرون بطائرة هليكوبتر لزيارة ابنهما، لاعب الهوكى فى ميدلبيرى كوليدج.

ومثل كثيرين من كبار المدراء التنفيذيين فى وول ستريت من جيله، كان فولد تاجر سندات سابقًا (واتجر منذ نعومة أظافره فى "سندات الخزانة التى مدتها ثلاث سنوات"). وكان هناك نقاط تشابه أخرى أيضًا. وقيل ذات مرة، أن تشوك برينس كبير المديرين التنفيذيين لسيتى جروب لم يكن يعرف الفرق بين التزامات الدين المكفولة بضمان من "قائمة مشتريات البقالة" (٧٣). وكان فولد أيضًا كذلك من الجماعة الكلاسيكية المبكرة للغاية بدرجة تحول دون فهم الفروق الضئيلة فى الأوراق المالية الجديدة والغريبة. واعتمد فولد على التجار الأصغر سنًا والمدربين حسابيًا على

(*) هى رابطة رياضية تجمع ثمانى جامعات من أشهر جامعات الولايات المتحدة الأمريكية وأقدمها تقع جميعها فى الشمال الشرقى للولايات المتحدة. (المترجم)

تصنيفها، لكنه ارتكن إلى علمه بأنه فى سوق سائل يمكن بيع الأوراق المالية بسهولة. وبلغة وول ستريت، لم تكن ليمان فى "نشاط تخزين" لتجميع الأصول والاحتفاظ بها للأبد لكن فى "العمل المتحرك" لتجميع الأدوات التى يمكن الاتجار بها والتى يمكن التخلص منها عند الحاجة. وبهذه الطريقة من الناحية النظرية لا يمكن أن تتمسك بتجارة خاسرة.

ومنذ طرحها العلنى للأسهم فى عام ١٩٩٤ حتى نهاية عام ٢٠٠٥، شهدت شركة فولد ارتفاع أسهمها ١٦ مرة. وفى منتصف العقد الأول من القرن الحالى، ازدهرت بأرباح قياسية كل ربع سنة تقريبًا. ومع أن تألق ليمان اعتمد على مصرفيها للاستثمار، فقد استمدت أرباحها من العقارات - من الرهون العقارية السكنية وقروض العقارات التجارية.

وقبل وقت ليس بالطويل جدًا، كانت وول ستريت مكانًا تجنى فيه الشركات الأرستقراطية المال من خدمة الشركات الاحتكارية الكبيرة والأفراد الأثرياء. ولم يكن من المحتمل، أن تصبح فى مطلع القرن الجديد حشدًا من مصانع الرهون العقارية اعتمدت ربحيتها على القروض للأمريكيين من الطبقة الوسطى، بل وزبائن الرهون العقارية عالية المخاطر الذين كان من على شاكلتهم يروعون المصرفيين أصحاب الدماء الزرقاء فى الأيام الخالية[٧٤]. كان رأس المال ديمقراطيًا جدًا، ويمكن الحصول عليه على نطاق واسع جدًا، لدرجة لم يعد فيها التعامل المصرفى الاستثمارى يستوجب تعويضًا. وأصبح إصدار الأسهم والسندات عملا شاقا؛ وأجبرت الشركات الأسطورية على السعى إلى أهداف ربح جديدة. وكان هذا يعنى لمعظمها تحمل المزيد من المخاطر: ليس فقط مجرد جمع رسوم لخدمة العملاء، بل أن تصبح ضالعة بشكل أساسى فى الاتجار. وحتى فى جولدمان ساكس، المستشار الدائم للشركات الكبيرة فى قائمة فورشن ٥٠٠، كانت التجارة توفر ضعفى عائد التعامل المصرفى الاستثمارى - وهو دليل على أن الجانب التقليدى الخاص بالزبائن فى النشاط المصرفى أحيل للمرتبة الثانية[٧٥].

وتطلب الاتجار مهارة من الطراز الأول؛ وتطلب أيضًا رأسمالاً، وكان الائتمان السهل، في منتصف العقد الأول من القرن الحالي، عامل مساواة هائلاً. وتصاعدت الرافعة المالية للبنوك، مراكمة مخاطر اتجار تتزايد دومًا على شرائح أصغر من القيمة العقارية. وكانت العقارات جذابة لأنها تتعدل فيما يبدو وفقًا للقدرة على التنبؤ؛ وفي حين لكل شركة مقترضة مخاطر خاصة بالنشاط الاقتصادي المعين، كانت مجموعات الرهون العقارية تبدو عامة ومطردة وآمنة. وكان أيضًا نشاط الرهون العقارية مفتوحًا على مصراعيه. ولم يكن المنافسون يحلمون تقريبًا بإبعاد جولدمان جانبًا عن عمليات اندماج واستحواذ، لكن بير ستيرنز وليمان ومن على شاكلتهما، لم يكن لديها مشكلة في الاستحواذ على رهون عقارية لتغذية آلاتهم للتوريق.

وتاجرت فحسب بعض البنوك في الرهون العقارية، لكن ليمان تعامل في كل جوانب تمويل العقارات، من إصدار قروض الزبائن إلى إعداد أوراق مالية معقدة. وبدأ بما قيمته ٤٠ مليار دولار في الرهون العقارية في العام[٧٦]. وكانت الرهون العقارية عالية المخاطر التي يصدرها أحد فروع ليمان تُنقل إلى خط تجميع فيروسي إلى الوحدات الأخرى التي تقطعها إلى شرائح لتجعل منها سندات وتعيد تجميعها في صورة التزامات دين مكفولة بضمان. ولأن ليمان كان يستبقي جزءًا من كل من هذه الأوراق المالية، اطرد تصاعد استثمارها في الرهون العقارية. وساعد عملاء الشركة أيضًا في شراء ممتلكات تجارية - مراكز تسوق ومبانٍ للشقق وغيرها. وكي تؤتي هذه الصفقات أُكلها، دأب ليمان على تقديم بعض التمويل - سواء على أساس دائم، أو حتى يستطيع بيع فوائده للمستثمرين.

واستتبع هذه الإستراتيجية بعض المخاطر. فمن الواضح أن أسعار العقارات قد تنخفض. وليمان تستمد بعض تمويلها من رأس المال قصير الأجل. ولذا، كانت تستخدم المال الذي اقترضته لفترة قد لا تتجاوز ٣٠ يومًا لشراء أسهم رهون عقارية فتراتها قد تصل إلى ٣٠ عامًا. وإذا أراد دائنوها بحال من الأحوال أموالهم، لتعين على ليمان أن تحول الأسهم إلى أموال نقدية بسرعة. وبالطبع، مع هذا العرض الوافر من الائتمان، لم يفكر فولد في أن هذا محتمل.

وبحلول منتصف العقد الأول من القرن الحالى، أثارت مهارة ليمان فى توريق الرهون العقارية حسد وول ستريت. وقال أحد مقرضى الرهون العقارية عالية المخاطر، معترفًا أن بنوك وول ستريت "جميعها يتيد أن يكون مثل ليمان برازدرز". ومضى يقول: إن ليمان كانت "تمتلك خط أنابيب كبيرًا والجميع يشتهونه". ومن الحقيقى نوعًا ما، أن البنوك، من أعلى شجرة النسب وأدناها، كانت تكافح كى تضاهى توسع ليمان. فى عام ٢٠٠٦، جمعت بير ستيرنز ٢٨٠٠ رهن عقارى من الفئة إيه. البديلة، وابتكرت هيكلاً مستحيل التعقيد - مؤلفًا من ٣٧ طبقة من السندات - فى مقابلها. وبحسب ما ذكرته مذكرة سرية صدرت عن فانى ماى، كانت بنوك الاستثمار تبنى فيما يبدو برامج دائمة فى صناعة الرهون العقارية. وارتفع نصيب وول ستريت من النشاط إلى ثلاثة أمثال، من ١٠ فى المئة إلى ٣٠ فى المئة، فعليًا بين عشية وضحاها، ولم يبد نموها أى علامة على الإبطاء. وأشارت مذكرة فانى إلى أن كريدى سويس فيرست بوسطن كان لديه "أهداف طموح". وكان بير ستيرنز منافسًا لليمان، وحتى مورجان ستانلى الموقر، بعد أن أدرك أن صناعة التزامات الدين المكفولة بضمان أكثر ربحًا من اكتتاب أسهم وسندات، أجهد نفسه فى توفير رأس المال فى محاولة ليجعل اسمه اللامع والذى كان متعاليًا ذات يوم، يشمل الرهون العقارية الخاصة بالثقافة المتوسطة (٧٧).

ومالت البنوك إلى الاحتفاظ بأعلى طبقات التزامات الدين المكفولة بضمان التى تصنف بثلاثة إيه والتى يفترض أنها آمنة فى سجلاتها. وفى سبيل أمن إضافى، اشتروا تأمينًا. وتمثل جزء من غرور التمويل الجديد هو أن كل مخاطرة يمكن تجنبها - بمعنى، نقلها لطرف آخر. ولا يمكن للتأمين أن يمحو المخاطرة، وهى هائلة فى سوق الرهون العقارية الأمريكية. لكن التأمين عزز جسارة شركات وول ستريت لتمضى قدمًا. وكان أكبر مورد لتأمين التزامات الدين المكفولة بضمان بفارق كبير عن الآخرين، هو عملاق التمويل، المجموعة الأمريكية الدولية (إيه. أى . جى). واتخذت المجموعة من مانهاتن مقرًا، وتبزغ ناطحة سحابها بعمارتها من طراز آرت ديكو، فى

تحد من خلف موقع حصن بنك الاحتياط الاتحادى فى نيويورك. لكنها كانت تبيع حماية التزامات الدين المكفولة بضمان من وحدة مشتقاتها فى لندن، إيه. أى. جى فاينانشيال برودكتس، وهى شركة تابعة توظف سرية من محللى الكم رفيعى التدريب. ومثل شركة لونج – تيرم كابيتال مانجمنت، صندوق التحوط سيئ المصير، كانت فاينانشيال برودكتس مؤسسة تجارة غامضة ومغمورة، وكانت مجساتها تلتف حول عالم التمويل من المستوى المرتفع. ولم تكن تقدم "تأمينًا" بالمعنى التقليدى لكتابة وثائق التأمين؛ بل دخلت مجال عقود المشتقات التى عرفت باسم مقايضات العجز عن سداد الائتمان التى بموجبها يدفع الطرف الآخر–جولدمان أو ميريل لينش، على سبيل المثال، رسومًا سلفًا لإيه. أى . جى لتضمن قيمة التزامات الدين المكفولة بضمان، أو تأمين آخر ما. وإذا تهاوت قيم التزامات الدين المكفولة بضمان، كان يتعين على إيه. أى. جى أن تعوض الخسارة. ومن ثم، كانت ضامنًا لقسط كبير من الرهون العقارية الأمريكية.

وفى حقبة للشركات المتناسخة، كانت إيه. أى . جى. وحشًا غريبًا وغير مرغوب فيه[٧٨]. أسسها بعد الحرب العالمية الثانية كورنليوس ڤاندر ستار الذى كانت تدير أمه نزلا فى فورت براج فى ولاية كاليفورنيا، وكانت تبيع الكحوليات لأصحاب المواخير المجاورة. ووجد ستار طريقه إلى شنغهاى حيث فتح هناك عام ١٩١٩ مكتب تأمين صغيرًا. وابتدع الفكرة المبتكرة لبيع وثائق التأمين للصينيين (لم تتعامل شركات التأمين الأخرى التى مقرها فى الخارج إلا مع زبائن غربيين) وتوسع فى الاتجاه المعاكس، من آسيا إلى أمريكا اللاتينية إلى أوروبا، وأخيرًا إلى الولايات المتحدة. لكن عمليات إيه. أى. جى الأمريكية لم تبدأ بالفعل إلا عندما أوكلها ستار إلى شخص مقدام آخر هو موريس "هانك" جرينبيرج، وهو ابن صاحب متجر حلوى فى حى لور إيست سايد، فى مدينة نيويورك. مات والد جرينبيرج عندما كان هانك فى الخامسة من العمر، وفى السابعة عشرة من عمره، ذهب جرينبيرج إلى الجيش بشهادة

ميلاد مزيفة - وانتهى به المطاف على شاطئ أوماها، يوم النزول فى نورماندى (*). فى الأيام الأخيرة من الحرب وساعد فى تحرير معتقلى معسكر التصفية داخاو. وعينه ستار خليفة له فى عام ١٩٦٨، وتحمل جرينبيرج بجرأة مخاطر رفضها قائمون بالتأمين آخرون - على سبيل المثال، اخترق روسيا والصين التى يحكمها الشيوعيون قبل المنافسين بكثير. وعلى مدار بضعة عقود حول إيه. أى. جى إلى أكبر شركة تأمين فى العالم. ورغم أنه كان رجل أعمال ذا بصيرة، كان نهجه الاستبدادى يعود إلى أيام كانت فيها الشركات لعبة فى يد أباطرة العقارات. كان يتوخى السرية ومتعجرفًا، وكان يسخر من تقاليد الإدارة الحديثة كما لو أن إيه. أى. جى إقطاعيته الشخصية. وكانت الأقسام تعمل فى مبانٍ محاصرة، ولم يكن يرى الإمبراطورية إلا لجرينبيرج وقلة من مساعديه المقربين. وهزأ بضوابط الشركات المعتادة (وفى أصغر الأمور، على كل حال) كان فيما يبدو يتجاوز متطلبات التقرير والكشف(٧٩). وكان بارعًا لكن مسيئًا فى الغالب. ورغم أن اثنين من أبنائه كانا من كبار المدراء التنفيذيين، لكنهما فرا من الشركة -أحدهما عندما فقد هانك الثقة فيه، والثانى - لأن والده كان شديد المراس للغاية- أبقاه العاملون فى رهبة مروعة. كان حجمه الضئيل يزيد فيما يبدو من عبقه، كما لو أن سطوته تنبعث من مصدر غير مرئى.

وفى عام ٢٠٠٢، مع تصاعد ازدهار الرهون العقارية، اختار جرينبيرج جوزيف كاسانو، وهو رجل خشن الحديث، وابن شرطى من بروكلين، وزميل سابق لمايكل ميلكين، لإدارة شركة فاينانشيال برودكتس. وفى ظل إدارة كاسانو، ارتفعت العائدات بشدة، وفى نهاية المطاف تخطت ثلاثة مليارات دولار فى العام(٨٠). وكان كاسانو الذى يتمتع بذكاء رجل الشارع، والذى انضم إلى إيه. أى. جى فى عام ١٩٨٧، عند تشكيل وحدة التعاملات التجارية، يمتلك موهبة طبيعية فى التمويل. واستخدم الميزانية

(*) شاطئ أوماها هو الاسم الحركى لإحدى نقاط نزول قوات التحالف على الساحل الفرنسى نورماندى فى الحرب العالمية الثانية يوم السادس من يونيو حزيران من عام ١٩٤٤. (المترجم)

العامة للشركة الأم التى تحظى بتصنيف ثلاثة إيه ليدبر ائتمانًا رخيصًا لعمليات المشتقات فى لندن – وهو نشاط، لو ظل وحده، لاعتبر موضع ريبة بشكل كبير. ووُظفت التصنيفات الفلكية التى حصلت عليها إيه. أى. جى من خبرتها الطويلة فى التأمين فى خدمة المنزل النشط لتجار المشتقات. ولم تلاحظ وكالات الائتمان كثيرًا ولم تعترض بأى بدرجة؛ إيه. أى. جى وهى مجموعة عملاقة تقوم بعمليات التأمين فى ١٣٠ دولة ولها أصول متنوعة، من تأجير الطائرات إلى الطاقة الشمسية وإلى منتجع تزلج فى ڤيرمونت. وكانت وحدة لندن فرعًا صغيرًا للغاية ونائيًا، ولا ترى فيه ستاندرد آند بورز أو موديز تهديدًا تقريبًا.

وكتبت فاينانشيال برودكتس تعاقدات مقايضة الديون لتضمن طائفة من السندات المتنوعة وقروض الشركات بخاصة. لكن صفقاتها المميزة كانت تأمين التزامات الدين المكفولة بضمان. وأشاد كاسانو، وهو تاجر يستسلم لتقلباته المزاجية، بتعاقدات مقايضة العجز عن سداد الائتمان التى تبرمها إيه. أى. جى باعتبارها أموالاً سهلة مثل بيع التأمين "لكارثة لن تحدث أبدًا." وكانت إيه. أى . جى تتقاضى ما بين سبعة و١٥ سنتًا عن كل التزام دين مكفول بضمان قيمته ١٠٠ دولار تقوم بضمانه (كان يجرى تطويع كل تعاقد بشكل كبير ويتم التفاوض بشأنه كل على حدة لكن الرسوم، التى كانت تعكس مستوى الثقة العالى لدى كاسانو، كانت متواضعة بشكل ثابت). وكانت تعاملاته للمقايضة قائمة على نماذج صممها جارى جورتون، أستاذ مدرسة وارتوتن للتمويل. وقدم جورتون، الذى كتب أبحاثًا ممتازة فى تمويل الشركات، التأكيدات بأن هذه النماذج "متينة" بما يكفى لتحمل الظروف الاقتصادية غير المواتية [٨١].

واعتقد كاسانو مدعوما بنماذج جورتون أن إيه. أى. جى لن تفقد دولارًا واحدًا فى مقايضاتها [٨٢]. ورغم أنه لم يحصل على تدريب متقدم فى الحسابات (فقد حصل على درجة أقل من جامعية فى بروكلين كوليدج)، كان كاسانو تاجرًا مقدامًا له اعتداد متشامخ بالذات. وفى عصر المشتقات، فمن أجل نقل المخاطر بسلاسة عبر حدود

الشركات والدول كان يتعين اللعب في البقعة الحلوة التي يجتمع فيها التفكير والتمويل. واحتلت وحدة فاينانشيال برودكتس التابعة لإيه. أي. جي مقعداً مقدساً ومبجلا بسبب حوافز الموظفين التي كانت تصل إلى ٣٠ في المئة أو أكثر من عائداتها كل عام. ولم تقدر الوحدة أيضاً قيمة الخسائر المستقبلية – لأن الخسائر لم تكن يجرى استشرافها. وكانت علاواتها تنتج عدم تناسق شديد بين المخاطر والمكافآت، وهو أمر نمطي لوول ستريت في الفترات التي مضت فيها الروح الحيوانية(*). دون ضابط. وحقق كاسانو عشرات المليارات من الدولارات في العام من الأرباح الصافية في حين أرهق إيه. أي. جي بالالتزامات طويلة الأمد لدعم الكثير من وول ستريت وقت الطوارئ (٨٣).

ووسع جرينبيرج الترخيص المدهش لكاسانو. كان لدى المدير نقطة ضعف تجاه المحللين الكميين المهرة وكان واقعاً في حب أرباح الشركة التي كانت تبدو سهلة. وكانت أكبر عيوبه ولعه بالمكاسب المسجلة والتي جعلته يتغاضى عن المخاطر الضمنية وطويلة الأمد. لكنه لم يكن ساذجاً. فقد حاول جرينبيرج على الأقل أن يعيد تصميم ترتيب العلاوات في المجموعة (٨٤). ومارس حذره الفطري درجة متواضعة من الفحص على تعاملات كاسانو.

حينذاك، في وقت مبكر من عام ٢٠٠٥، أُهين جرينبيرج بسبب فضيحة محاسبية، ولمجرد أنه خجل من عيد ميلاده الثمانين، أُجبر على الاستقالة (**). وكان كبير المديرين

(*) هو مصطلح استخدمه الاقتصادي الشهير جون مينارد كينز في كتاب له صدر في عام ١٩٣٦ بعنوان: "النظرية العامة في التوظيف والفائدة والمال" ويشير المصطلح إلى المشاعر الإنسانية التي تؤثر على السلوك الإنساني، والتي يمكن قياسها في صورة ثقة المستهلك. (المترجم)

(**) أجبر مجلس إدارة إيه. أي. جي جرينبيرج على الاستقالة بناء على إصرار المدعي العام لولاية نيويورك، إليوت شبيتزر، والذي اتهمه بإجراء عمليات زائفة مع أطراف خارجية وعمليات محاسبية غير قانونية. ولم توجه ضده اتهامات جنائية وأصر جرينبيرج دوماً على أنه بريء. لكن في عام ٢٠٠٩، قام بتسوية بشأن اتهامات تتعلق بأوراق مالية للجنة البورصة والأوراق المالية دون أن يعترف أو ينكر الاتهامات مقابل ١٥ مليون دولار توجه ضده. (المترجم)

التنفيذيين الجديد مارتن جيه. سوليفان، وهو مكتتب تأمين سابق، واثقًا بقدر ما كان جرينبيرج مرتابًا. ولم يكن على دراية أيضًا بالتزامات الدين المكفولة بضمان. وفي غضون شهور، بلغ انكشاف إيه. أي. جي على الرهون العقارية عالية المخاطر المدعومة بقروض التزامات الدين المكفولة بضمان الضعفين [٨٥].

ويُحسب لكاسانو أنه غير الاتجاه في نهاية عام ٢٠٠٥، وتأخرت فاينانشيال برودكتس في التوقف عن كتابة تعاقدات المقايضة على الرهون العقارية عالية المخاطر المدعومة بقروض التزامات الدين المكفولة بضمان إضافي. وبحلول ذاك الوقت، كانت قد ضمنت نحو ٤٢٠ قرضًا من أشد قروض التزامات الدين المكفولة بضمان خطورة، والتي من خلالها أصبحت قيمة انكشافها ٨٠ مليار دولار. وكانت مجموعته قد كتبت بالفعل نحو ٢٠ ألف ورقة مالية مفردة وملايين الرهون العقارية عالية المخاطر الأساسية، بالإضافة إلى قروض السيارات، والأوراق المالية الخاصة بفوائد بطاقات الائتمان، وما شابه ذلك[٨٦]. وبالأخذ في الاعتبار التعقيد وقابلية الخطأ الفطرية في التوقعات الإنسانية، فلا يستطيع نموذج أن يطمح في استيعابها. وكان قلة للغاية من المراقبين يولون انتباهًا لمخاطر إيه. أي. جي - وبالتأكيد لم يكن من بينهم وكالات التصنيف ولا أسواق الأسهم. لكن رودريجيث، المستثمر، كان يراقب. ففي الوقت الذي كان يتحول فيه وول ستريت للتمويل المهيكل، بدأ المستثمر يسأل بشأن جودة الأصول الكامنة خلف الأوراق المالية المربكة والمستحدثة، بما في ذلك تعاقدات مقايضة التزامات الائتمان. وفي خطاب إلى المستثمرين في شركته، في عام ٢٠٠٦، قال رودريجيث: "تأمين العجز عن السداد يُسعر بشكل منخفض للغاية... في رأينا أن سوق قروض التزامات الدين المكفولة بضمان لم يتم اختبار صمودها بشكل جيد لنحدد كيف ستتصرف في ظل ظروف معادية"[٨٧].

حتى لو كانت إيه. أي. جي قد توقفت عن تأمين التزامات الدين المكفولة بضمان للرهون العقارية عالية المخاطر، فإن شركات وول ستريت واصلت سك قروض التزامات الدين المكفولة بضمان بخطى محمومة، وأصبحت تحمل هي نفسها المخاطر (أو

معظمها). وكان الطلب من المستثمرين لا يرتوى. وارتفعت أسعار التزامات الدين المكفولة بضمان بشدة - مما يعنى، بالطبع، أن المستثمرين كانوا يقبلون عائداً أقل إغراءً بكثير(*). وفى عام ٢٠٠٦، وصل إنتاج قروض التزامات الدين المكفولة بضمان إلى ٢٢٥ مليار دولار (صعوداً من ٥٠ مليار دولار فى عام ٢٠٠٢). ولأن نسبة قياسية بلغت ٢٠ فى المئة من الرهون فى ذاك العام كانت رهوناً عقارية عالية المخاطر، كانت جودة الأصول الأساسية تتدهور حتى مع ارتفاع السعر [٨٨].

وكان الطلب على قروض التزامات الدين المكفولة بضمان نهماً لدرجة أن مستثمرين أرادوا منها أكثر مما كان يسمح به عرض سندات الرهون العقارية. واستجاب وول ستريت لهذا النقص بحل مذهل محل جدل. لماذا لا يجرى إنتاج التزامات دين مكفولة بضمان اصطناعية، إذا لم تمتلك هى سندات رهون عقارية فعلية (لأن كل هذه يتم التحدث عنها) فسوف تعكس على الأقل أداء التزامات الدين المكفولة بضمان التى تمتلك رهوناً فعلا؟ وبحلول عام ٢٠٠٥، كان وول ستريت يقوم بعمل مزدهر فى نشاط قروض التزامات الدين المكفولة بضمان التى كانت "مرتبطة"، عبر اتفاقات مقايضة التزامات الائتمان، بأداء سندات الرهون العقارية الفعلية. وكان المستثمر يشترى وعداً من مستثمر آخر بتقديم العائد نفسه، بدلاً من السندات الفعلية؛ وإذا فقدت السندات الفعلية المال، فإن المشترى سوف يتحمل خسارة مشابهة. وبحلول عام ٢٠٠٦، قيل إن نصف جميع التزامات الدين المكفولة بضمان كانت اصطناعية[٨٩].

لا تضيف التزامات الدين المكفولة بضمان الاصطناعية لناتج البلاد أى شىء أكثر من أنها مراهنة على الطريق، ولهذا، فهى رهان على توجه أسواق الأسهم. كانت مجرد

(*) كانت قروض التزامات الدين المكفولة بضمان تدر عائداً يزيد تقريباً ثلاث نقاط مئوية عن عائد سندات الخزانة - وهى فجوة كانت تبرر على الأقل المخاطر النسبية السابقة للقروض. بين عامى ٢٠٠٥ و٢٠٠٦، ضاقت الفجوة لتصبح نقطة مئوية واحدة. (المترجم)

مراهنة جانبية، وإن كانت هائلة. وبحسب ما يقول صحفي الاقتصاد، مايكل لويس، دون الالتزام بنص كلماته، فإن علاقة التزامات الدين المكفولة بضمان بالعقارات، مثل علاقة مباريات كرة القدم الافتراضية بدورى كرة القدم الأمريكية (٩٠). إنها لم تبن منازل ولم تطل جدرانًا؛ هى ببساطة أكثرت من مقامرات وول ستريت. وبفضل هذه المضاربات فى المشتقات، كان يتم المراهنة بمال أكثر بكثير على ديون الرهون العقارية مما كان موجوداً من إجمالى مثل هذه الديون. وفى بعض الحالات، كان سند الرهن العقارى الواحد يتصل بعشرات السندات الاصطناعية(٩١). وكان الأمر كما لو أن وول ستريت، فى كل جنونه، بعبقرية شخصية الدكتور سترينجلوف(*). وجد طريقة لاستنساخ جيوش من الأوراق المالية من جديلة حامض نووى وحيدة من الرهون العقارية.

وخدع تكاثر انكشاف التزامات الدين المكفولة بضمان تحت السطح كثيراً من المتنبئين. وحتى بنك الاحتياط الاتحادى ومجموعة اقتصادييه، قدم تقديراً منخفضًا لخطر الرهون العقارية عالية المخاطر. وكان الاحتياط الاتحادى يحصى الرهون العقارية فحسب. ولكن بفضل المشتقات، كان القطاع المصرفى برمته أو قسط كبير منه يقف على حبل فى سيرك الرهون العقارية عالية المخاطر.

والمشتقات هى تعاقدات مالية تتصل عادة (فهى "مشتقة" من) بمؤشر أو سعر أساسى سواء كان سعر الذُّرة أو الفرق بين معدلى فائدة أو قيمة التزام دين مكفول بضمان – أو أى شىء. ولأن هذه الطائفة من مثل هذه التعاقدات اقتصرت فحسب على ابتكارية وول ستريت، فإنها زادت بشكل هائل مجموعة الفرص أمام المستثمرين. وهذا سبب الحماس الشديد الذى كان يتحلى به المؤيدون لفلسفة السوق

(*) هو فيلم يحمل عنوان الشخصية يناقش الرعب النووى بشكل ساخر والفيلم أخرجه وأنتجه وساهم فى كتابته ستانلى كيبريك والفيلم مستمد، مع تصرف، من رواية "التأهب الأحمر" للكاتب بيتر جورج. (المترجم)

الحرة. فلم يتسع نطاق تحمل المخاطر فحسب، بل إن الآليات كانت أسهل، والأدوات نفسها كانت أكثر وفرة ومطواعة من الأسهم والسندات التقليدية. وفى الأيام التى سبقت المشتقات، لم يكن بنك ما يستطيع أن يتخلص من سهم مسمم إلا ببيعه؛ الآن يستطيع البنك أن يتعاقد مع طرف مقابل راغب فى تحمل مخاطر العجز عن السداد. ولم تتطلب التزامات المشتقات الكثير من رأس المال كما يتطلب الإقراض التقليدى؛ فبوسع بنك ما أن يضطلع بمسؤولية المخاطر والمكافآت المحتملة دون التوسع فى دفع أى مال. باختصار، استطاعت البنوك الاضطلاع بمزيد من المخاطر. وكان هناك افتتان بالمصرفيين؛ كانوا ينظرون إلى عالم من التعاملات السلسة، والمخاطر التى يمكن تناقلها، ومحافظ مالية كفوء. وتطور نظام الظل المصرفى منتجًا أرباحًا خيالية للبنك.

وفى نظام الظل، القدرة على السداد ليست مؤكدة برأس مال فى خزائن، لكن باتفاقات مع أطراف ثالثة - كل واحد منها مرتبط بسلسلة اتفاقات مثيلة. وفى وجهة نظر كل شركة مفردة، فإن المخاطر تتقلص. لكن الهشاشة الشاملة - أى الخطورة من أن تستطيع شركة فاشلة إسقاط مجموعة أخرى - تجمعت ببطء وإطراد. ومع أنها لم تكن ظاهرة للعامة، فقد مكنت المشتقات المضاربين من التحايل فعليًا على كل قاعدة قصد بها الحفاظ على الأسواق. وأبطلت بالفعل القيود على الرافعة المالية وجعلت من ممارسات المكاشفة غير ملائمة بشكل فظيع. وبدقة أكبر، حولت المشتقات المخاطر المالية التى كانت ذات يوم منفصلة ويمكن احتواؤها إلى عنصر سائل وهلامى. وكانت القروض البنكية تتجمع فى وعاء فى السابق - ولذا، فالبنك الذى يصاب بقرض سيئ، كان يلحق به. وحفز هذا تلقائيًا على الحذر. وأصبح للمخاطر الآن الوجه المتغير للزئبق. والسهولة المطلقة التى تفرغ بها شحنة المخاطر من شركة إلى أخرى، ضمنت أنه ستتم فى المقام الأول كتابة المزيد من القروض المشتبه بها والرهون العقارية غير المضمونة.

وفى العصر الحديث، لم تندلع أزمة مالية ليس فى لبها مشتقات، بدءًا بانهيار أسواق الأسهم فى عام ١٩٨٧ ("الإثنين الأسود") الذى أدت فيه أدوات المشتقات إلى سلسلة ردود فعل متوالية من البيع. لكن الأكاديميين والممارسين واصلوا إنشاد المديح. وكان جرينسبان هو الشاعر الرائد الذى أصر على أن "تنظيم عمليات المشتقات التى يتفاوض عليها سرًا محترفون ليست ضرورية" وكانت بالفعل ضارة بكفاءة السوق ومستوى المعيشة(٩٢).

ومع هذا، حدثت سلسلة من نوبات الانفجار المقلقة، وفى بعض الحالات، المزعزعة للاستقرار فى المشتقات فى منتصف تسعينيات القرن الماضى(*). وتورط الجميع فى المشتقات "التى يتم التفاوض فيها سرًا" أو فوق الطاولة التى أطراها جرينسبان - وهى أساسًا الاتفاقات التى يجرى تفصيلها حسب الحاجة لمقايضة تدفقات النقد المرتبط ببعض الأسواق أو الأسعار. وعملت هذه الأدوات فى فراغ تنظيمى، وبحلول منتصف فترة الولاية الثانية لكلينتون، مع ارتفاع حجم المقايضة إلى تريليونات الدولارات، تساءلت لجنة البورصة والأوراق المالية بصوت مرتفع إذا ما كان يجب تنظيمها. وعلى غير المتوقع، أقحمت لجنة تجارة البضائع بالأجل، وهى وكالة منافسة أضعف، نفسها فى الجدل ودفعت بأن المقايضات تشبه كثيرًا التعاقدات الآجلة التى تتاجر فيها البورصة، وتشمل لحوم الخنزير والقمح، التى تنظمها بالفعل لجنة تجارة البضائع بالأجل. (طبعًا، فيما عدا، أن المقايضات تجرى فى أسواق معتمة ومحجوبة عن رقابة الحكومة). واكتشفت البنوك الرائدة فى المقايضات، مثل جيه. بى. مورجان، مدى ما يمكن أن يكون المجال عليه من ربحية، وأرعبها احتمال أن تتدخل لجنة تجارة البضائع بالأجل. وحذر المصرفيون صراحةً اللجنة بألا تتدخل (٩٣).

(*) عانت مؤسسات أورانج كاونتى، وبانكرز ترست، وبنك بارنجز، وميتال جيزلشافت، وسوميتومو كوربوريشن، من خسائر كبيرة وغير متوقعة من تعاملات المشتقات. وفى حالة أورانج كاونتى، اقترض أمين الخزانة، أملاً فى أن يدعم دخل الشركة، المال لاستثماره فى مشتقات معدلات الفائدة. لكن فى عام ١٩٩٤، ارتفعت معدلات الفائدة وفشل المخطط وأعلنت الشركة إفلاسها. (المترجم)

ومع أن لجنة تجارة البضائع بالأجل لم تتراجع، لكن ردها كان من المتوقع تقريباً أن يثير القلق. وفى ربيع عام ١٩٩٨، أصدرت اللجنة "بياناً عن المفهوم"، وهى وثيقة تفسيرية قصد بها حفز النقاش، ولم يقرأها بصفة عامة إلا المتخصصون. وكان بيان اللجنة- الذى كان فى الواقع مسودة بيان - مجلداً مطولا يؤكد النفوذ القانونى للوكالة على سوق بلغت قيمته فى ذاك الوقت ١٢ تريليون دولار، ويدعو لفكرة تعزيز الإشراف. وفى استلهام لفكرة الحكومة المفتوحة، نشرت بروكسلى بورن، رئيسة اللجنة، مسودة للوكالات الأخرى صاحبة الاهتمام. وناقشت الوكالة مسألة إذا ما كان يمكن تطبيق حزمة أدوات رقابية أساسية (مثل الكشف، وقواعد ملائمة رأس المال، ومتطلبات هامش الضمان الإضافى، وتنفيذ قوانين مكافحة الاحتيال، وما إلى ذلك.) على سوق المقايضات.

وجاء رد الفعل فورياً وغاضباً. وشكا جميع المصرفيين فى واشنطن من لجنة تجارة البضائع بالأجل المغرورة. وبعد حث من وول ستريت، أصبح وزير الخزانة روبن، وهو شريك سابق فى رئاسة جولدمان ساكس، شديد العدائية. ونظمت طائفة من المنظمين اجتماعاً لينعقد فى نهاية أبريل نيسان، بغرض إقناع بورن بأن تدفن البيان. وقبل الاجتماع، دعا لارى سامرز، من كبار نواب روبن فى وزارة الخزانة، بورن ووبخها. وقال سامرز بغضب: "هناك ١٢ مصرفيا فى مكتبى. يقولون إن هذا إذا نشر فسيكون لدينا أسوأ أزمة مالية منذ الحرب العالمية الثانية".

وتناوب أرثر ليفيت، رئيس لجنة البورصة والأوراق المالية، وجرينسبان وروبن على ممارسة الضغط على بورن التى كانت، حتى لا ننسى، رئيسة وكالة اتحادية مستقلة. وتمثل لب الموضوع فى أن لوائح تنظيم المشتقات لم تكن مناسبة للمناقشات؛ وحتى مجرد التفوه بالعبارة كان يخلق عدم يقين، ويعرقل التعاملات، ويجعل الأسواق تترنح. وأخذ جرينسبان يبرق ويرعد فى وجه بورن حتى أحمر وجهه. وتحدث روبن، وهو أكثر لباقة دوماً، بغضب ملجوم، كما لو أن اقتراح بورن غير ملائم لمجتمعه. وأكد على أن لجنة تجارة البضائع بالأجل تتجاوز نطاق اختصاصها القانونى، وسأل إذا ما كانت

بورن (التى انتخبت رئيسًا لمجلة ستانفورد لو ريفيو فى عام ١٩٦٣، عندما كان معظم النساء فى الشركات القانونية مازلن يقدمن القهوة)، ترغب فى تعلم القانون المعمول به من المستشار القانونى العام فى وزارة الخزانة.

وحسب روبن أنه سحق البيان. لكن فى مايو آيار، نشرته بورن. ومع أنه اقترح فحسب دراسة مسألة اللوائح المنظمة للمشتقات، أعلن روبن وجرينسبان وليفيت بشكل مشترك أنهم سوف يسعون لإصدار تشريع يوقف بروكسلى بورن [٩٤]. وكان هذا ينم عن أكبر استعراض لقوة السلاح السياسى التى وجهت ضد بيان عن مفهوم فى تاريخ واشنطن(*). وأصبح، الآن، العزم الجدى للجمهوريين فى الكونجرس الأمريكى يركز على ضمان ألا تدعى جهة تنظيمية سلطة إشراف على المشتقات. ومنعوا مؤقتًا لجنة تجارة البضائع بالأجل من المضى قدمًا.

(*) ومن المثير للانتباه، أن المسؤولين الأربعة الذين تحالفوا ضد بورن، لم يكن من بينهم إلا جرينسبان الحزبى الكامل التكوين الداعى إلى رفع القيود. وفى أول اجتماع لهم قال جرينسبان لبورن [كما قصت الأمر لاحقًا لمجلة ستانفورد] أنه لا يتفق معها بشأن الحاجة، حتى لقوانين لمكافحة الاحتيال - الذى قال جرينسبان إن السوق سوف يراقبه بنفسه. وكان ليفيت، وهو ديمقراطى مؤيد لأصحاب رؤوس الأموال، أكثر ليبرالية بكثير. فقد دخل فى عدد من المعارك الخلافية فى وول ستريت، بينها قضايا حملة الأسهم والإعلام عن خيارات الأسهم. وعندما تصدى لبورن، كان فى قلب معركة بشأن استقلال مراقبى الحسابات ضد كينيث لاى، رئيس شركة إنرون، من بين آخرين. وبينما كان الجمهوريون فى الكونجرس غاضبين كى يقلصوا وكالته، كان ليفيت يضعف سياسيا بالفعل، ولم يكن راغبًا فى استعداء الثنائى القوى روبن-جرينسبان. وكان روبن أكثر المتحدثين تفصيلا عن المرونة الأيدولوجية التى ظهرت حديثًا للحزب الديمقراطى فيما يتعلق بالشؤون الاقتصادية- وهو ما يمكن القول عنه إنه انفصال عن تاريخ الحزب فى "الحكومة الكبيرة". لكن مرونته لم تكن مختلفة دائما عن النفعية. وفى كتابه لعام ٢٠٠٣ [نُشر بعد الأحداث التى وصفت آنفًا]، دافع روبن عن متطلبات الغطاء الائتمانى "الشامل" للمشتقات، وفى تصريحاته على مدار مشواره المهنى، كان روبن، بصفة عامة، من أنصار فرض قواعد كثيرة، ومعتدلة رغم ذلك. وفى الممارسة، كان من المؤيدين، فى الغالب، لتخفيف القواعد. وفى الوقت نفسه الذى عارض فيه بورن، دافع عن إبطال قانون جلاس - ستيجال - فى قضية بطلها سيتى جروب والتى انضم إليها روبن بعد فترة قصيرة. وكان سامرز، وهو على الأرجح أكثر المجموعة ليبرالية، متقبلا بصفة عامة لقضية التنظيم. لكن عندما اقترحت بورن بعض الإشراف على الأسواق، حاول سمرز أيضًا أن يرغمها على الإذعان.

وفى خريف عام ١٩٩٨، خسر صندوق التحوط لونج - تيرم كابيتال مانجمنت ٤,٥ مليار دولار فى غضون أسابيع. وزعزعت هذه الخسارة المفاجئة الأسواق ودفعت بنك الاحتياط الاتحادى فى نيويورك إلى تنظيم خطة إنقاذ للقطاع الخاص. وهزت كارثة لونج - تيرم كابيتال مانجمنت المستثمرين بشدة. وكانت المرة الأولى، فى العصر الحديث التى تتعطل فيها الأسواق - لدرجة أصبح يُرى فيها المعمار المالى الجديد معرضًا لمخاطر شاملة. أن يستطيع صندوق تحوط مغمور يديره القطاع الخاص هز الأسواق العالمية، كان أمرًا يثير القشعريرة بشكل خاص، وكانت معظم تعاملاته فى المشتقات. وجادلت بورن (التى أدلت بشهادتها عن الموضوع ١٧ مرة)، أن التجارة المعتمة للمشتقات تستطيع أن تهدد الاقتصاد[٩٥]. وثار الكثير من الجدل العام بشأن إذا ما كانت لونج - تيرم كابيتال مانجمنت قد كشفت عن ضعف شامل وكامن، وتساءلت قلة من الأصوات، مرة أخرى، إذا ما كان يجب أن تخضع المشتقات للفحص.

ومع أن لونج - تيرم كابيتال مانجمنت قد أربك جرينسبان وقتيا، لكن وجهة نظرة عن تنظيم المشتقات لم تتغير جوهريا عن عام ١٩٩٤، عندما قال بإيمان راسخ فى جلسة استماع فى الكونجرس: "المخاطر فى أسواق المال بما فى ذلك أسواق المشتقات تنظمها الأطراف الخاصة"[٩٦]. وبحلول الربيع التالى، كانت زوبعة الفترة التالية على لونج - تيرم كابيتال مانجمنت تنحسر، وكان جرينسبان يطالب مرة أخرى بنظام رقابى أقل أعباء[٩٧]. وفى منتصف عام ١٩٩٩، استقالت بورن التى كانت بلا نفوذ. وفى العام التالى، بناء على طلب من سامرز الذى أصبح الآن وزيرًا، وجرينسبان وليڤيت، أقر مجلس النواب قانون تحديث تعاقدات بيع البضائع بالأجل المناهض لتطبيق اللوائح التنظيمية، وهو ما أبهج المصرفيين.

ولولا الدفاع الذى لا يكل لفيل جرام، العضو الجمهورى عن ولاية تكساس والرئيس صاحب النفوذ للجنة البنوك فى مجلس الشيوخ، لمات مشروع القانون فى المجلس. وكان جرام، وزوجته ويندى، اقتصاديين محافظين ومن دعاة رفع التنظيم.

وخدمت ويندى فى إدارة ريجان ووصفها الرئيس بنعت "اقتصاديتى المفضلة"، وكرئيس للجنة تجارة البضائع بالأجل (المنصب الذى شغلته بورن فيما بعد)، روجت بجدية لرفع التنظيم عن المقايضات. وفى إحدى الحالات، وافقت الوكالة على طلب من شركة صاحبة نفوذ - إنرون - بإعفاء بعض مشتقات الطاقة من التنظيم. واستقالت ويندى جرام فيما بعد، والتحقت بمجلس إدارة إنرون الذى يدفع بسخاء [٩٨]. وفى الوقت نفسه، أصبح السناتور جرام واحداً من أكبر متلقى المساهمات السياسية من إنرون. ولم يتعين على أسرة جرام أن تطوع معتقداتها لإرضاء هذه العناصر، فكلاهما بطل، قلبًا وقالبًا، من أبطال الأسواق التى بلا قيود. فقد عزز انهيار الاتحاد السوفييتى وجهة النظر اليمينية المتطرفة - فقد فشلت الحكومة الشمولية - وأن حضور الحكومة فى الأسواق غير مرغوب فيه. وأرست ويندى جرام نهجًا لإبعاد الأيدى التنظيمية بعيداً عن المشتقات، لكن مع غياب التشريع، كانت السياسة عرضة للتغيير [٩٩]. وقد حاولت بورن تغييرها. وهذا ما حفز السناتور جرام وزوجته أيضًا اللذين أصبحا الآن فى مركز بحثى للأسواق الحرة.

وأقر مجلس الشيوخ مشروع القانون الساعة السابعة صباحاً يوم ١٥ ديسمبر كانون الأول، عام ٢٠٠٠ - كان آخر قانون يقره المجلس قبل أن تفصل المحكمة الدستورية العليا فى الانتخابات الرئاسية. وأعلن القانون أن المقايضات، وقد بلغ حجم سوقها الآن ٨٠ تريليون دولار، ليست من اختصاص لجنة تجارة البضائع بالأجل، وتستثنى أيضًا من لوائح لجنة البورصة والأوراق المالية، فيما عدا حالات محددة للغاية بها احتيال. وكما لو أنه تأكيد على درجة الحماية التى امتدت لتشمل تجار المشتقات، أعفى القانون تحديداً مقايضات مكاتب السمسرة غير القانونية من طائلة قوانين عمرها قرن. (كانت مكاتب السمسرة غير القانونية قاعات قمار يقوم فيها المستثمرون بمراهنات جانبية على سوق الأسهم؛ وحظرتها الولايات فى وقت مبكر من العقد الأول من القرن العشرين). وكان الكونجرس يدرك أن تجاراً مثل جيه. بى. مورجان أصبحوا مكاتب سمسرة غير قانونية للعصر الحديث، وكان يؤكد على أن يبقى عملهم قانونيًا [١٠٠].

ولم يكن الهجوم على بروكسلى بورن إلا مناوشة واحدة فى حرب امتدت جيلا لتحرير الاقتصاد من أصفاد غابة التنظيمات لحقبة الصفقة الجديدة وفترة ما بعد الحرب. وكان كثير من الإصلاحات ملائمًا تمامًا. ولنأخذ حالة واضحة وسهلة، فالتحكم فى أسعار الطاقة حتى سبعينيات القرن الماضى ثبط الاستثمار فى احتياطى النفط وشجع على الاستهلاك، ولم يكن أى منها فى الصالح العام. وتنطبق حجج مشابهة على رفع التنظيم الرسمى عن خطوط الطيران والشحن وصناعات أخرى.

حتى فى الأسواق المالية، كان بعض التخفيف للقواعد ملائمًا - كما، على سبيل المثال، فى التحرير الذى سمح بالتعامل بين بنوك الولايات. لكن منفذى رفع التنظيم ارتكبوا خطأين. أحدهما، الفشل فى إدراك أن أسواق المال أكثر هشاشة من غيرها، وأكثر عرضة للإصابة بالهلع، وفى الحقيقة، أكثر أهمية للاقتصاد ككل. ففشل خطوط الطيران نادرًا ما يحتل عناوين الأخبار فى الصفحة الأولى، لكن التهافت على سحب الودائع من البنوك يحتلها.

والخطأ الآخر، الفشل فى فهم أن الاستقرار المالى النسبى لحقبة ما بعد الحرب كان إلى حد بعيد نتيجة التنظيم الذى وضعته الصفقة الجديدة وما بعدها. ومع التوجه إلى الاقتصاديات التى تحركها الأسواق فى ثمانينيات القرن الماضى، كان يُعتقد أن الأسواق قد شبت عن طوق المخاطر القديمة التى نشأت من هوس المضاربات والإفراط فى الاقتراض والجشع - فى حين كانت واشنطن، فى الحقيقة، تُخضعها للرقابة. ومع نمو الغرائب المالية، من الأوراق المالية للرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل إلى تعاقدات مقايضة الائتمان، خارج الجدران التنظيمية، تمثلت موهبة واشنطن فى أن تتركها تزدهر دون قيود. وأصبح المنظمون مفتونين للغاية بالتمويل الجديد لاعتقادهم أن الأسواق بمقدورها أن تحرس نفسها بنفسها بشكل كامل. وكما قال جرينسبان، عام ٢٠٠٢، "اللوائح ليست غير ضرورية فحسب فى أسواق [المشتقات] هذه بل يحتمل أن تكون مضرة" (١٠١).

وانتقلت عدوى مثل هذا الحماس إلى لجنة البورصة والأوراق المالية في عام ٢٠٠٤، عندما طالبت البنوك الاستثمارية التي تزعمها جولدمان، وكبير مديريه التنفيذيين في ذاك الوقت، هانك بولسون، بنظام جديد للتحكم في متطلبات رأس المال. وبدلا من التركيز على الرافعة المالية أو رأس المال كوسيلة لتقييم المخاطر، أرادت البنوك أداة مالية تعرف باسم القيمة على المخاطر. وبموجب مقترح البنوك، فسوف تقاس "خطورتها" وفق التقلبات التاريخية في أسعار السوق لأصولهم. وبالمقارنة، كان هذا مثل تقييم مخاطر الرهون العقارية ليس بمستوى القيمة العقارية لمالك العقار لكن بتفاوت أسعار المنازل في الحي - أو بالارتباط بين الأسعار في عدد من الأحياء. وعندما وافقت لجنة البورصة والأوراق المالية، كان تبنيًا مذهلاً للتمويل الجديد. وهو يربط الأسعار التاريخية بالرجم بالغيب - وكان الأكثر ترويعًا أن صندوق التحوط المسمم لونج - تيرم كابيتال مانجمنت اعتمد على نهج مثل هذا تمامًا في حساب مخاطره (١٠٢).

وسمحت لجنة البورصة والأوراق المالية، بما لها من حكمة، للبنوك الاستثمارية بأن تتبنى نهج القيمة على المخاطر للأوراق المالية في الأسواق السائلة فحسب. وكانت اللجنة، مثل الشركات التي نظمتها، تعتقد أن الأسواق السائلة أكثر أمانًا، لأنه في الأسواق السائلة يستطيع التجار أن يتخلصوا من الأصول المقلقة. ولم يكن لدى اللجنة مشكلة في السماح للشركات بأن تقيس انكشاف قروض التزامات الدين المكفولة بضمان باستخدام قياس القيمة على المخاطر، وتحديداً لأنه، في عام ٢٠٠٤ على الأقل، كان سوق الرهون العقارية شديد السيولة. ولكن عندما اتجهت الأسواق إلى التطرف، لم يكن هناك مفر من تبخر السيولة، ووجد التجار أنفسهم فجأة عرضة للانكشاف. وتعلم وول ستريت هذا الدرس مرات لا تحصى.

وحصلت لجنة البورصة والأوراق المالية على شيء في المقابل: وافقت البنوك الاستثمارية على الإذعان للرقابة الطوعية على الأنشطة غير التنظيمية (وهي العمليات خارج وحداتها الخاصة بالوسيط والتاجر). ولم يقيدها هذا شيئًا يذكر، وفي الأجزاء

التنظيمية من عملياتها، نتيجة للتحول إلى القيمة على المخاطر، فالرافعة المالية سترتفع بالتأكيد - كما توقعت لجنة البورصة والأوراق المالية.

وكان هناك تطور مشابه يحدث فى التعامل المصرفى التجارى. وكانت البنوك تفرغ شحنتها من الأصول إلى أدوات استثمار مهيكلة - وهى كيانات منفصلة اسميًا تُمول كلية تقريبًا بالديون، بغرض عدم إدراج العمليات الخطرة والديون المرتبطة بها فى الموازنة العامة. وحتى مع سلامة سير البنوك، كانت الإدارة تتطور صوب نموذج "قائم على المخاطر" كان التركيز فيه على تصنيف الائتمان وأسعار السوق (*). وفى تحديد أمان السوق وسلامته، قل التأكيد على القياس العتيق للأصول والاستحقاقات، وزاد التركيز على مزيج من الأصول وتقلباتها المتوقعة، وهلم جرًا. وكان سوقًا تابعًا. وكان منظمو البنوك - وهم الفاحصون المقيمون الذين ينظرون فى ميزانيات البنوك كل يوم - منقسمين للغاية بشأن هذا التوجه. وجادل الفاحصون الأكثر حذرًا بأن النماذج تنهار فى الظروف المتطرفة - تحديدًا الظروف التى صممت النماذج من أجلها. لكن عندما تحول الزخم إلى النموذج الجديد، استُهزئ بهؤلاء الفاحصين باعتبارهم من طراز عتيق. وكقاعدة، قل اعتماد المنظمين على التقييم الائتمانى حالة بحالة، واعتمدوا أكثر على النماذج.

وكان هذا أيضًا النهج الذى تبنته وكالات التصنيف الائتمانى. ودفعت فضيحة إنرون (التى داهمت الوكالات فى غفوتها) لجنة البورصة والأوراق المالية إلى التفكير فى إدخال إصلاحات. لكن اللجنة تراجعت وتركت وكالات التصنيف تواصل عملها كما كانت.

(*) نُشرت بازل ٢، وهى اتفاقية متعددة الأطراف لوضع معايير بنكية دولية، فى عام ٢٠٠٤ ولم تطبق بعد بشكل كامل، وكانت تستهدف ضمان أن يكون تخصيص رأس المال "أكثر حساسية للمخاطر." ومما لا يصدق، أن النهج المفضل لبازل فى قياس مخاطر السوق تمثل فى القيمة على المخاطر - وهو نفس التقنية بعينها التى أدت إلى كارثة صندوق لونج - تيرم كابيتال مانجمنت. (المترجم)

وبحلول منتصف العقد الأول من القرن الحالى، وصلت الأعمدة المحورية الثلاثة فى التمويل الأمريكى - الرهون العقارية والعمل المصرفى والبنوك الاستثمارية - إلى حالة خطرة من شبه التنظيم. ولم تشغل أية وكالة نفسها بالحفاظ على سلامة العقل فى سوق الرهون العقارية. ولم يُكلف مكتب من واشنطن بالنظر فى قدرة البنوك الاستثمارية على السداد - كُلفوا فقط بوحدات التاجر والوسيط، وحتى فى هذه الحالة، كانوا يعملون وفق نماذج قابليتها للفشل عالية "لمخاطر" السوق. وكان الاحتياط الاتحادى ووكالات أخرى مازالوا يحرسون البنوك، لكن بعين التغاضى، ويتزايد ترنحهم بثقة الترياق السحرى للتمويل الجديد. وحتى فى مجال رابع، وهو التأمين، كانت التعاقدات الخطرة التى أبرمتها وحدة نائية فى لندن تابعة لشركة إيه. أى. جى قد تفادت جهود المنظمين. وبالدور، كان مجال مالى ثم آخر، بعضهم بالتصميم وآخرون بالتطور الطبيعى، يهربون من المجال الحمائى لإشراف الحكومة. وتُركت الحماية أو الضبط للسوق نفسه.

الفصل السادس

الصعود اليائس

أخطر الأوهام حاليًا هو أن النظام المصرفى صورة للصحة.

ستيفانى بومبوى، كبيرة المديرين التنفيذيين لشركة ماركومافينز،
السابع من أبريل نيسان، من عام ٢٠٠٦.

المراحل المبكرة من فقاعة الاستثمار تكون متئدة ولطيفة. الارتفاع يكون تدريجيًا وعادة يكون مصحوبًا (وإن لم يكن مدعومًا بشكل كامل) ببعض التطورات المنطقية – مثل عقار سحرى أو اختراع جديد. وفى دعم لارتفاع قيمة العقارات، أشار الوسطاء إلى معدلات الفائدة المنخفضة والنقص المحس فى الإسكان. وكانت المضاربات معتدلة بصفة عامة، وارتفعت الأسعار لكن الوسطاء كانوا يعرفون أنها قد تنخفض بالسهولة ذاتها. وعندما يبدأ المستثمرون فى التعويل على استمرار الاتجاه، تفارق الأسعار المنطق ويصبح الوضع أخطر– ويتضاعف الأمر، إذا تم الشراء بالدين. ويحدث هذا غالبًا فى المرحلة النهائية من الفقاعة: فخوفًا من إفلات الفرصة، يتملك نوع ما من الحمى المستثمرين، كما حدث، فى فينيكس، على سبيل المثال، عندما ارتفعت أسعار المنازل ٤٢ فى المئة، فى عام ٢٠٠٥ وحده [١٠٣]. وعند هذا الحد، يكون المنطق الأصلى للفقاعة غير ذى صلة، ويمكن أن يكون الضرر الناجم عن هذا خطيراً. والنموذج بعمر العصر. فالذاكرة الشعبية تذكر أن عشرينيات القرن الماضى كلها كانت "تزمجر"، لكن

معظم الأسهم فى ذاك العقد كانت تعوى فحسب وتنبش مسارها. وفى السنوات التالية على الحرب العالمية الأولى، كان مؤشر داو جونز الصناعى يحوم حول ١٠٠، مكتسبًا القليل من القوة. ثم بعد دعمه بنظرية أن الصناعة تدخل "حقبة جديدة" من الكفاءة والتنظيم والإنتاج الكبير، اكتسب المؤشر تدريجيًا زخمًا، وفى وقت مبكر من عام ١٩٢٨، وصل المؤشر إلى ٢٠٠ لو كان توقف عندها، لكان من المشكوك فيه أن تكون العواقب بالمرارة التى حدثت بها. على أى حال، فعلى مدار العام والنصف التاليين، سيطرت حالة هوس حقيقية، وارتفعت الأسعار ٩٠ فى المئة أخرى. وفى النهاية، وقع أكثر من نصف الخسائر الأخيرة فى الأسواق فى الشهور الثمانية عشر الأخيرة من الازدهار.

وتقريبًا فى ربيع عام ٢٠٠٦، ظهرت نهاية فقاعة الإسكان فى الأفق، لكن البنوك وول ستريت الكبيرة زادت بهوس المراهنات. وكان سيتى جروب قد زاد بالفعل إنتاجه من قروض التزامات الدين المكفولة بضمان من [١٠٤] ما قيمته ستة مليارات دولار، فى عام ٢٠٠٣، إلى ٢٠ مليار دولار، فى عام ٢٠٠٥ وفى العام الأخير هذا، وفى مسعى لدعم الأرباح المتراخية، قرر مجلس الإدارة أن يزيد المخاطر أكثر. وكمؤسسة، كان سيتى جروب يشبه إيه. أى. جى مؤسسة مالية مترامية الأطراف يربطها سويًا مهندس معمارى ساحر وطموح تشوبه عيوب. اقترن ساندى ويل، الذى مع أنه لا يتعب وامتلك مواهب ممتازة فى إبرام الصفقات، برؤية دون كيخوتية عن "سوبر ماركت" مالى؛ وعلاوة على هذا كان متشبعًا بشكل عاطفى بفكرة كبير المديرين التنفيذيين العمومى، وغير قادر على التمييز بين ثروته وثروة البنك [١٠٥]. وتقاعد فى عام ٢٠٠٣، والشركة تلفها سحابة أخلاقية، وسجل نجاحه ملطخ. وعند تعيين خليفة - ربما يكون أهم قرار لكبير المديرين التنفيذيين - اختار ويل بشكل يلائم شخصيته حليفًا مقربًا، وهو تشارلز برينس، مستشاره العام لفترة طويلة، ثم مدير تنفيذى بارز لاحقًا.

وحاول برينس أن يخلق المزيد من التنظيم المهنى. وما كان يفتقر إليه هو ثقافة البنوك. وتعين عليه أن يثق بمساعدين ومستشارين، وبوب روبين، بخاصة، الذى انضم إلى مجلس الإدارة عند مغادرته الحكومة فى عام ١٩٩٩، واضطلع بدور تنفيذى بارز، وإن يكن مبهما، باعتباره "عضواً من مكتب الرئيس". وكان روبن الرئيس التعمد أيضاً للجنة التنفيذية- مما أعطاه، فى واقع الحال، سلطة حق نقض القرارات التى تصدرها الإدارة ومجلسها. وكان يبدو اختياراً مثاليًا ليدير أيًا من مآزق سيتى الماضية، لأنه كان حذراً وشديد التركيز. وبدا المصرفى الوسيم الذى وخط المشيب رأسه، والذى كان يحظى باحترام كبير فى جولدمان ولاحقًا كوزير للخزانة، أكثر تميزاً مع تقدمه فى العمر. وعادة ما يتم التغاضى عنه هو حقيقة أنه قاد جولدمان لعامين اثنين فحسب، ولم يكن إلا مشاركًا فى الرئاسة فى ذاك الوقت.

ومزاجيًا، كان روبن أقل تأهيلا ليكون حارس سيتى جروب مما كان يبدو. ومع أنه كان مستمعًا رائعًا، لكنه كان أفضل فى الاستماع لرأى غير سار من تقديم هذا الرأى. وتجنب الصراع والمواجهات ومال إلى السماح للآخرين بأن يضطلعوا بدور إيجابى فى صنع القرار. وكان نفوذه يتحول، دون تغيير، إلى صوت سلبى، وفى بعض الأحيان، بشكل شبه هزلى. حتى فى مذكراته، وصف روبن نفسه بأنه "ليس مقداماً بوضوح" – كما لو أنه كان يخاف من اتخاذ موقف حتى فى مسألة صرامته. واستمتع بدوره كنفعى فى بحر من عدم اليقين، وتباهى إلى حد كبير، قائلا لكارول لوميس من صحيفة فورشن، إنه يعتقد أن"لا شىء، حتى لو يوم من الأسبوع، يمكن التعاقد عليه "بيقين يمكن إثباته" [١٠٦]. لكن، كانت محفظته المالية أقل من شخصيته فى كراهية المخاطر. وإذ لم يكن هناك شىء يمكن إثباته، ولا شىء لا يمكن إثباته أيضًا، لذا مال روبن إلى التفضيل. وعلى خلاف بعض كبار المدراء التنفيذيين، فهم ما تعنيه التزامات الدين المكفولة بضمان، لكن ليس لدرجة من التفصيل تثير اهتمامه. وكان نصف المعرفة هذا يكمن فيه القتل. ورغم أنه لم يكن من المتغنين بالتمويل الجديد، كان مغرماً بقوة الذهن والدقة الرياضية للخبراء الماليين المدربين أكاديميًا. ومع دعمه باحتمالات

يمكن إحصاؤها، رغب روبن فى أن يجرب حظه. وحتى وإن أدلى بتصريحات قلقة علنية عن مستوى انكشاف سيتى، حث على انفراد، بطريقته المراعية للآخرين، مجلس الإدارة على زيادة مخاطر الشركة(١٠٧).

وتوخت عمليات الرهون العقارية فى سيتى الحذر فى إصدار قروض الرهون العقارية عالية المخاطر والقروض من الفئة إيه البديلة، لكن المصرفيين فى مجالى التجارة والاستثمار فى سيتى كانوا أكثر إقدامًا بكثير. وفى وقت قصير نسبيًا، راكمت سيتى جروب ٤٣ مليار دولار فى أوراق مالية فائقة الامتياز، وهى أكثر نماذج التزامات الدين المكفولة بضمان تمتعًا بالحماية. ونظر مصرفيو سيتى لالتزامات الدين المكفولة بضمان (بفضل عائداتها الأعلى) باعتبارها وسيلة سهلة لتوليد عائد إضافى. واعتقد مدراء المخاطر فى سيتى، كما حدث فى إيه. أى. جى أنها بلا مخاطر- لكنهم لم يستشيروا متخصصى الرهون العقارية فى مؤسساتهم الفرعية الذين خلصوا لنتيجة معاكسة عن الرهون العقارية الأساسية (١٠٨).

ورغم أن موقعها فى الأوراق المالية للرهون العقارية تعاظم، راكمت سيتى جروب مخاطرة فوق أخرى، بالتوسع فى القروض الكبيرة (بلغ إجمالها ٣٠ مليار دولار) لتمتد إلى شركات عالية الرافعة المالية - وهى من مقترضى الرهون العقارية عالية المخاطر فى عالم الشركات. واستخدمت قروض الشركات، وهى ليس أقل من قروض التزامات الديون المكفولة بضمان، لاستدرار الربحية. واستخدم البنك رأس المال المقترض، فى الأساس، لتصنيع قروض، والحصول على رسوم، وجمع الفرق بين كلفة التمويل وسعر فائدة الإقراض. وزعم البنك بطيش، أن الشركات المقترضة ستكون قادرة على خدمة ديونها - على افتراض أن البنك لم يستشرف حدوث كساد. ولتعزيز رأس مالها أكثر، أحيت سيتى بعض من أصولها الأكثر خطورة، بعيدًا عن الموازنة العامة، لتوضع فى أدوات الاستثمار المهيكلة المبهمة.

كان المنظمون يراقبون سيتى التى كانت أكبر بنك تحت إشراف الاحتياط الاتحادى فى نيويورك. وكلف تيم جايتنر، الرئيس المتصابى البالغ من العمر ٤٥ عامًا

للاحتياط الاتحادى فى نيويورك، بإجراء فحص لقدرة أكبر بنك على التعامل مع الضغط، وخلص إلى أن البنوك لم تأخذ فى الاعتبار إمكانية حدوث وقائع كابوسية، مثل هبوط اقتصادى حاد. واقترح مسؤولون إجراء المزيد من اختبارات الضغط - كيف، مثلا، تتصرف البنوك فى حالة حدوث أزمة ائتمان؟ - لكن مدراء الصناعة نبذوا ذلك باعتباره أمراً غير ذى صلة وغير مستساغ. وكانت الأمور أكثر تحديداً قليلاً بالنسبة إلى سيتى، والقلق أكثر حدة، لأن وسادة رأس ماله كانت أرهف من وسائد الآخرين. وواصل جايتنر الحث، لكنه لم يصل لحد اتخاذ قرار علاجى (١٠٩).

حتى فى الوقت الذى كانت سيتى تضيف فيه التزامات الدين المكفولة بضمان، كان سوق الإسكان يضعف. وفى مدن معينة - بوسطن وسان دييجو فى خريف عام ٢٠٠٥، وسان فرانسيسكو فى مايو أيار من عام ٢٠٠٦ - وصلت أسعار المنازل إلى قمتها. ومع بدء هبوط الأسعار، قلت القيمة العقارية عند أصحاب المنازل. وعلى امتداد البلاد، دخل ثلث المقترضين الذين حصلوا على رهون عقارية قابلة فائدتها للتعديل فى عام ٢٠٠٥، العام التالى بقيمة عقارية لمنازل تساوى صفراً أو سالبًا - وهى أرقام مزعجة، لأنه إذا انخفضت أسعار المنازل أكثر، فإن كثيرين من أصحابها سوف يجدون أنفسهم مدينين بأكثر من ثمن منازلهم فى السوق (١١٠). وعلى مستوى قومى، واصلت الأسعار ارتفاعها، لكن الزيادة من أبريل نيسان إلى يونيو حزيران عام ٢٠٠٦، كانت أقل من واحد فى المئة، وهى أصغر نسبة فى أى ربع أثناء الازدهار. وكان أيضًا المخزون من المنازل المشيدة حديثًا يرتفع، وأسعار المنازل المشيدة حديثًا يهبط فعليًا - فى فأل سوء للسوق ككل (١١١).

وكانت السحب تتجمع أيضًا فى الأفق المالى. وفترت شهية المستثمرين للأوراق المالية للرهون العقارية فيما يبدو (١١٢). والاحتياط الاتحادى، الذى طالما كان حليفًا لمستثمرى الرهون العقارية، بدأ يغير اتجاهه. وأدرك البنك المركزى أخيراً الحاجة إلى تغيير سياسته فى المال الرخيص، فرفع معدلات الفائدة تدريجيًا، لكن دون توقف. وفى ربيع عام ٢٠٠٦، رفع معدل الفائدة لأموال الاحتياط الاتحادى إلى خمسة فى المئة حاسمة. كان بن برنانكى يفض الفقاعة.

وفى جولدن ويست، وهو سوق أسرة ساندلرز للرهون العقارية فى الساحل الغربى، انخفض حجم طلبات القروض انخفاضًا مقلقًا. وفى الوقت نفسه، تعرضت جولدن ويست لضغوط من منظمى الجهاز المصرفى الذين خلصوا، بعد فوات الأوان، إلى أن الأوراق المالية للرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل "لم تُختبر" فى ظل ظروف العسر. ورغم أن المنظمين، متحركين ببطء كالعادة، أصدروا "دليلاً" غير إلزامى، كانوا يضغطون على المقرضين بأن يقيموا خيار الأوراق المالية للرهون العقارية القابلة فائدتها للتعديل على أساس أن المقترضين يمكنهم أن يتحملوا الأقساط الشهرية النهائية وليس معدل الفائدة التحفيزى(١١٣). وكان من المتوقع أن يؤدى مثل هذا الضغط إلى تراخٍ فى القروض - وبطء مصاحب فى الإسكان، بل وربما تقلص. كانت، باختصار، لحظة انكماش.

وبدلاً من هذا اختارت البنوك فى وول ستريت والبنوك التجارية الكبيرة منها بخاصة أن تعزز استثماراتها. وأقدم على الخطوة التالية واتشوفيا، العملاق المصرفى الذى كان يتخذ من تشارلوت فى ولاية نورث كارولاينا مقرًا. نشأ واتشوفيا، فى عام ٢٠٠١، من اندماج بنكين قديمين فى كارولاينا، وهما واتشوفيا ناشيونال (المؤسسة المصرفية لشركة آر. جيه. رينولدز للتبغ) ويونيون ناشيونال (الذى أصبح فيما بعد فيرست يونيون) (١١٤). ومنذ ذاك الحين، تحول واتشوفيا إلى مؤسسة قومية باستحواذه على بنوك وشركات خدمات مصرفية فى سلسلة من الاستحواذ على أراض جديدة. كانت هذه طريقة سريعة وسهلة فيما يبدو للتوسع - لكنها كانت طريقة حملت معها مخاطر جوهرية. ما الذى يستحوذ عليه مشترى بنك؟ تتألف الأصول العينية من مبان تمثل إحياء للنمط الإغريقى فى العمارة والخزائن المبطنة بالنحاس. وربما أيضًا، هناك امتياز له قيمة واسم يعظيان بتقدير. لكن فى الأساس، يستحوذ المشترى على مصدر للتمويل (ودائع) وبالطبع قروض. ومن الصعب للغاية لشخص من الخارج أن يقيم جودة عملية الإقراض فى البنك، وفى سوق يتخلله التهاون المفرط فى الإقراض تكون عمليات الاستحواذ خطرة بشكل خاص.

ونجحت معظم عمليات الاندماج التى قام بها واتشوفيا. لكنه تعرض لزلات. وفى عام ١٩٩٨، اشترى مانى ستور، أحد مقرضى الرهون العقارية عالية المخاطر الأصليين؛ وبعد عامين، و وسط خسائر ثقيلة، أغلق الوحدة. لكن تعين عليه مواصلة القيام بعمليات استحواذ أكبر للحفاظ على معدل نموه. ونمت صناعة المصارف ككل ١.٥ مرة، سرعة نمو الناتج المحلى الإجمالى نفسها (لنقل، نحو خمسة فى المئة فى العام). ولأن معدل النمو فى واتشوفيا كان أكثر من عشرة فى المئة، كان من المقدر عليه بشكل واضح أن يبطئ. ومع هذا، أعلن كبير مديريه التنفيذيين، وهو أصلاً من ولاية نورث كارولاينا، اسمه جى. كيندى، "كين"، طومسون، التزامه بمواصلة النمو. والاستحواذ كان الطريق الوحيد.

وفى ربيع عام ٢٠٠٦، اقترح ليمان براذرز أن واتشوفيا قد يريد الاستحواذ على أحد عملائه. والعميل كان جولدن ويست. وكان واتشوفيا يعلم بكل نشاط جولدن ويست فى خيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل. وكان أيضًا على دراية بأن سوق الرهون العقارية عالية المخاطر قد تكون وصلت إلى ذروة. ولم ينس طومسون، كبير المديرين التنفيذيين خبرته المروعة مع مانى ستور.

لكن كاليفورنيا كانت الجائزة التى أربكته. وكانت أسرة ساندلرز، كما كان يسمع المرء فى كل مكان، مصرفيين جيدين يحظون باحترام كبير. ولم يستطع طومسون أن يصدق أن جولدن ويست لا تمارس رعاية ملائمة فى تأمينها لأنه كان يعرف أن جولدن ويست تتمسك بقروضها بدلا من توريقها. ووفقا لجولدن ويست، فإن عملاءها كان لديهم قيمة عقارية كبيرة فى منازلهم. واعتمد حساب هذه القيمة العقارية، بالطبع، على دقة قيم التسعير، لكن بالنسبة إلى طومسون كانت هذه تفاصيل.

ووافقت واتشوفيا وجولدن ويست، مستعجلين، على صفقة. وفى مايو أيار، قبل قليل من إتمام عملية الاندماج، أشرفت طومسون على بطولة واتشوفيا، وهى دورى للجولف فى تشارلوت. وأثناء الانتظار عند الحفرة الثامنة عشرة من مضمار الجولف

لتقديم جائزة الفائز، تعجب طومسون فى لحظة تجل "يتعين علىَّ أن أذهب إلى كاليفورنيا لإتمام هذه الصفقة. هذا إما أن يعزز سمعتى أو يعرضنى للإقالة".

وتملك يأس مماثل ميريل لينش. كان ستان أونيل، كبير المديرين التنفيذيين للشركة، من القصص الملهمة بشدة فى الاقتصاد الأمريكى. فبعد أن تغلب على خلافات طويلة، ربما لم يستطع التأخر عن الركب، حتى لو كان منغمسًا فى الرهون العقارية عالية المخاطر. واعتقد، دون شك، أن ذكاءه يؤهله للخروج فى الوقت المناسب. نشأ أونيل، وهو ابن مزارع وحفيد عبد محرر، فى ويدوى، البلدة التى كان عدد سكانها ٨٠٠ شخص فى شمال شرق آلاباما. وجمع القطن كطفل أحيانًا، لكنه فضل قضاء وقته فى القراءة [١١٥]. وعندما بلغ أونيل ١٢ عامًا، انتقلت الأسرة إلى أتلانتا، حيث أصبح والده عامل تجميع فى جنرال موتورز. وتلقى ستان العلم فى مدرسة عليا أُدمجت حديثًا، حيث كانت تتكرر الأحداث العنصرية. وتقدم فى عام التخرج من الدراسة فى معهد جنرال موتورز (جامعة كيتيرنج الآن) فى فلينت بولاية ميشيجان للحصول على المنحة "اعمل وادرس" الدراسية، وحصل عليها. وتخرج وأصبح كبير عمال فى المناوبة التى تمتد من الرابعة مساءً إلى منتصف الليل فى مصنع جنرال موتورز فى جورجيا. وبعد عامين، قُبل فى مدرسة هارفارد للاقتصاد، وأعطته جنرال موتورز منحة الكفاءة الدراسية، وحصل هناك على درجات نجومية. وبعد حصوله على درجة الماجستير فى إدارة الأعمال، عاد أونيل إلى جنرال موتورز وعمل فى قسم الخزانة. وفى عام ١٩٨٦، التحق بميريل، وبحلول بداية التسعينيات، كان يدير وحدة الرفع المالى. وكان أونيل ذكيًا بشكل استثنائى وطموحا بانضباط –وأحيانًا بوحشية. وتميز فى حقول اقتصادية، مثل السندات الخردة، مظهرًا قدرته على تحمل المخاطر، وكان منتقدًا فطنًا لنقائص ميريل، مشيرًا إلى كيف يمكن تقليص الخسائر. وأصبح كبير المديرين التنفيذيين، فى عام ٢٠٠٢، وأسرع بصعوده من خلال الضغط فى سبيل الرحيل المبكر لسلفه وراعيه السابق. وحتى بعد أن وصل إلى القمة، ظل هناك شىء داخل أونيل، الطويل الذى وخط المشيب شعره، من شعوره الأبدى بأنه شخص دخيل.

وجده مرؤوسوه منعزلا وشديد المراس ويثير الخوف. وسحق منافسيه المحتملين. وحافظ على دائرة صغيرة من أصحاب الثقة. وكان يترك المكتب مرارًا ليلعب الجولف، فى الغالب ليس بصورة اجتماعية أو احترافية، بل بمفرده.

كان أونيل مأخوذًا بنجاح جولدمان (كان مرؤوسوه يفضلون عدم الاقتراب منه عند نشر جولدمان لمكاسبها). كان يدفع ميريل دومًا لتحاكى جولدمان وتجارها الأفذاذ، لكن هذا لم يكن سهل التحقق. وبشكل أكثر واقعية، أخذ أونيل على نفسه محاكاة ليمان ببناء عملية للرهون العقارية. وفى وقت مبكر من العقد، تجنبت ميريل بجد وحذر شراء مانح أصلى للرهون العقارية عالية المخاطر. وبحلول عام ٢٠٠٦، مع هذا، لم يعد أونيل يستطيع أن يقاوم، و واظب فى سعيه للحصول على عملية استحواذ. وحتى فى غمرة القلق من أن سوق العقارات كان يصل لقمته، ألحف فى سؤال مساعديه "لماذا لم نشتر مانحًا أصليًا للرهون العقارية؟"

وفى ربيع عام ٢٠٠٧، أرسل بيتى كيلى، وهو من نواب رئيس ميريل الكبار، إلى إيرفين فى ولاية كاليفورنيا، لاستكشاف الاستحواذ على نيو سينشيرى موركيج، الشركة المتألقة فى مجال الرهون العقارية عالية المخاطر [١١٦]. كان كيلى مرتابًا. وكانت الرهون العقارية عالية المخاطر عملا اقتصاديًا قذرًا، وكيلى، وهو محام مسؤول عن عمليات التشغيل فى ميريل، لم يتخيل أن شركة راقية مثل شركته سوف تضع نفسها فى موقف تضطر فيه إلى حبس الرهون العقارية للناس. وشعر كيلى، وهو رجل عريض الكتفين من سكان برونكس الأصليين بسحنة أيرلندية مميزة، بتزايد الشكوك عندما وصل إلى المكاتب الهادئة فى الضاحية لنيو سينشرى. وبعد اجتماع مع كبير المديرين التنفيذيين، طلب كيلى أن يرى مرآب سيارات المديرين – وهى طريقة ماكرة للتعرف على ثقافة الشركة. وبعد برهة، كان يحملق فى صف من سيارات مازيراتى وبورش.

وبعد ذلك، جلس كيلى مع ثلاثة من كبار مديرى نيو سينشرى. وقال بشكل ودى: "دعونى أسألكم: ما الذى يبقيكم أيقاظًا ليلا أيها الرجال؟". وأجاب الرجال الثلاثة

جميعهم بأنهم ينامون مثل الأطفال. لم يكن هذا ما أراد أن يسمعه كيلى من مسؤولى شركة عمرها ١١ عاماً متخصصة فى قروض دون دفع مقدم. فالمصرفيون الحصيفون يقلقهم كل شىء - ولا يركبون سيارات مازيراتى، على الأقل قبل اختبار النشاط الاقتصادى. واعتقد كيلى أن نيو سينشرى لن تنجو من الهبوط الاقتصادى التالى، فى أى وقت يحدث فيه. وعثر كيلى على وسيلة لإفساد الصفقة، محطماً أمنيات أونيل.

وفى الوقت ذاته، كان إنتاج ميريل من الأوراق المالية لالتزامات الدين المكفولة بضمان يتصاعد بشدة. ويرجع الفضل فى هذا فى جانب منه لكريستوفر ريكاردى، وهو مبدع فى مراكمة هذه الأوراق المالية وجمعها فى حزم فى الثلاثينيات من عمره (١١٧). ومع أن ريكاردى كان مصمماً ماهراً، كانت موهبته الحقيقية فى مخاطبة الزبائن. كان يبيع الأوراق المالية لالتزامات الدين المكفولة بضمان فى حصون معزولة، مثل نادى سليبى هولو كانترى، فى مقاطعة ويستشيستر، وفى الغرف المكسوة بألواح السنديان فى نادى هارڤارد فى نيويورك. وباع الأوراق المالية لالتزامات الدين المكفولة بضمان إلى صندوقى تحوط يديرهما بنك بير ستيرنز، ولمستثمرين عالميين، فى أستراليا وسنغافورة وأوروبا. وأكد دوماً على أن التزامات الدين المكفولة بضمان تدر عائداً أعلى من سندات الشركات التى تحظى بتصنيف مشابه. وفى الوقت نفسه، كان ريكاردى يتكئ على موديز و وكالات التصنيف الائتمانى الأخرى ليتأكد من أن التصنيف سخى.

وكانت التزامات الدين المكفولة بضمان أكثر من مجرد ورقة مالية بالنسبة إلى ريكاردى، كانت دافعاً باطنيًا - مثلما كانت الرهون العقارية عالية المخاطر لموزيلو. وحث ريكاردى ذات مرة مجموعة من رجال المبيعات أن يبيعوا التزامات الدين المكفولة بضمان ناصحاً إياهم بأن "هذه هى الحرف التى تجعل الناس مشهورين!" كان نمطاً مألوفاً فى وول ستريت، وبارعاً فى فهمه لأحدث الغرائب المالية، لكنه كان متيماً للغاية لدرجة أنه كان يروج لها دون النظر إلى الاقتصاد الأساسى. وفى عام ٢٠٠٢، قبل عام من انضمام ريكاردى لميريل، اكتتبت الشركة على التزامات دين مكفولة بضمان بقيمة

مليارى دولار. وبحلول عام ٢٠٠٥، قفز الإجمالى إلى ٣٥ مليار دولار، مما جعلها أكبر منتج فى وول ستريت [١١٨].

وتعرض جيف كرونتال، المشرف على نشاط الرهون العقارية لميريل، لضغوط مكثفة لإبقاء أرفع الشرائح من التزامات الدين المكفولة بضمان فى حساب ميريل. ورفض كرونتال. وكانت الشكوك تنتاب كرونتال بشأن الرهون العقارية عالية المخاطر، بعد أن عرك الأوراق المالية للرهون العقارية فى الثمانينيات مع لو رانيرى، أحد الرواد فى هذا الحقل. وينسب الفضل إلى حد بعيد، إلى كرونتال فى أنه لم تزد قيمه ما امتلكته ميريل من أوراق مالية لالتزامات الدين المكفولة بضمان مدعومة برهون عقارية عالية المخاطر على بضعة مليارات الدولارات. وكان كرونتال يصارع أيضًا كى يمنع ميريل من شراء منتج أصلى للرهون العقارية عالية المخاطر. وتوقفت هذه المساعى فى يوليو تموز، عندما أُقيل كرونتال.

وفى سبتمبر أيلول، حقق أونيل أمنيته: اشترت ميريل فيرست فرانكلين، وهى شركة تصدر الرهون العقارية عالية المخاطر فى الساحل الغربى. واشترت أيضًا حصصًا فى سلسلة من شركات أصغر تصدر الرهون العقارية عالية المخاطر. ومثل ليمان، استطاعت ميريل أن تزود خط أنابيبها بالإمداد. وواصلت ميريل لينش سك التزامات الدين المكفولة بضمان بإيقاع قياسى السرعة. وفى عام ٢٠٠٦، اكتتبت بما قيمته ٥٤ مليار دولار. وكان من بينها ٤٤ مليار دولار مدعومة برهون عقارية عالية المخاطر– وهى قفزة بمقدار ثلاثة أمثال العام السابق [١١٩]. لكن عندما أصبح المستثمرون متشبعين، وجدت ميريل عدداً قليلا من المشترين. ولذا، ذهبت معظم التزاماتها من الدين المكفولة بضمان إلى "المخزن" الذى يقال إن ميريل احتفظت به. ومما لا يصدق، أنه عندما تضخمت ميزانيتها العامة بالمليارات من الأوراق المالية التى يحتمل أن تكون مسممة، ظل أونيل ومرؤوسوه المباشرون على غير دراية بالأمر. وكانت سياسة أونيل هى أن يُعاد النظر فى أى التزام يزيد على ٥٠٠ مليون دولار.

وفحص مراراً القروض الكبيرة للشركات، لكن حزم الرهون العقارية، السائبة فيما يبدو، والمصنفة بثلاثة إيه، كان راداره لا يرصدها.

وزعم رئيس قسم السندات فى ميريل إن محفظتها من التزامات الدين المكفولة بضمان تم الاحتفاظ بها ببساطة للاتجار - أى إنها تستطيع أن تطرح ما لديها من أوراق مالية عندما يتحسن السوق. وفى الوقت نفسه، لم ير سببًا للاستمرار فى سك التزامات الدين المكفولة بضمان. وتزايد انسحاب أونيل. وفكر أونيل بمزاجه المتقلب الذى لا يهدأ، فى بيع الشركة، وأنفق، بحسب تقدير أحد الزملاء، ١٠٠ يوم من ذاك العام فى إقامة علاقات. وكانت أحد جوانب الإدارة التى كان يجب عليه أن يوليها المزيد من الانتباه هو دفع الأموال للموظفين. وأدار أونيل، واعيًا أو غير واع، نظام حوافز يكافئ الموظفين الذين يقامرون بالامتيازات. وكانت علاوات التجار تُدفع فى نهاية العام، لكن "الأرباح" التى تعتمد عليها العلاوات تستقى من العمليات التجارية التى لن تعرف ربحيتها لعدة سنوات. وفى عام ٢٠٠٦، زادت مجموع العلاوات فى ميريل على أكثر من خمسة مليارات دولار - ما يعادل ثلثى صافى دخل الشركة - وكان التجار يعرفون، أنه بقطع النظر لما سيحدث لالتزامات الدين المكفولة بضمان، فإن هذه العلاوات باقية للأبد.

ومع أن الأموال التى كانت تصرف لكبار المدراء التنفيذيين كانت تصنع العناوين الأكبر فى الصحف، فبالنظر إلى الأمر من زاوية تحمل المخاطر، تضر التعويضات أكثر بالمستوى التالى لمستوى الإدارة الرفيع الذى توجد فيه المراهنات. كان موظفو ميريل يشيرون إلى المليون دولار باسم "دولار"، وفى عام ٢٠٠٦، كان أكثر من مئة موظف منهم يحملون معهم "دولارًا" على الأقل إلى المنزل. وفى جولدمان كان أكثر من ٥٠ موظفًا - جميعهم، دون شك، خبراء فى فنون المغامرة والمقامرة بالأوراق المالية والاتجار فى السندات ودمج الشركات وإعادة ترتيب هياكل رأس المال أو بطريقة أخرى إعادة هيكلة الأوراق المالية - يحصل كل واحد منهم على أكثر من ٢٠ مليون دولار [١٢٠]. مثل هذه المبالغ المذهلة ليست نتيجة فقاعة الرهون العقارية فحسب، بل

نتيجة تزايد مطرد فى الانفصال فى وول ستريت بين المخاطرة والمكافأة. التضخم فى التعويض المصرفى دعمه تدريجيًا أيضًا تراجع تدريجى فى معدلات الفائدة مما وسع هامش الفائدة. ومع زيادة ثراء البنوك زاد ثراء موظفيها بالتناسب.

تقاضى المصرفيون رواتب جيدة دومًا، لكن قبل ثمانينيات القرن الماضى لم يكن لهم مبرر خاص للحصول على امتياز - فلا مكانة تفوق الجراحين والمحامين أصحاب الأجور الأعلى أو المدراء التنفيذيين للشركات. كانوا من الطبقة الحاكمة لكنهم لا يؤلفونها بأنفسهم. ورجع مدير استثمارى بذكراه إلى المجموعة المتنوعة من آباء الطلبة الذين كان يحضر معهم مدرسة للصفوة فى مانهاتن، خلال سبعينيات القرن الماضى - وكان بين الآباء مهنيون ورجال أعمال وبينهم مصرفى دون زوجة. وبحلول العقد الأول من القرن الحالى، تغير هذا. غلب المصرفيون (وأتباعهم فى صناديق التحوط وصناديق الأسهم الخاصة) على صفوف مجالس إدارات المدارس الخاصة والجمعيات الخيرية، كانوا رؤساء الحملات السياسية وكانوا سياسيين هم أنفسهم، ومع تزايد أعدادهم أكثر وضعوا ثرواتهم الهائلة فى سبيل الفوز برئاسة بلدية نيويورك ومنصب حاكم نيوجيرزى.

كانت الأموال المدفوعة للموظفين أكثر تضخمًا فى القمة. وكان كبار المدراء التنفيذيين يتلقون، بصفة عامة، الكثير من أجورهم فى صورة أسهم لكن ما يكفى من النقد (أو أسهم يمكن استثمارها سريعًا) لدرجة أن حوافزهم كانت متحيزة أيضًا نحو تعظيم "الأرباح" قصيرة الأمد. وفى عام ٢٠٠٦، تلقى أونيل ٤٨ مليون دولار، الكثير منها بفضل عائدات ميريل السامية فى التزامات الدين المكفولة بضمان. ولا يحتمل أن أونيل وضع ميريل فى خطر بشكل واعٍ لأن لديه كثيرًا يخسره - راتبه المتوقع فى المستقبل، وسمعته، وعلى الأرجح مشواره المهنى - إذا سقطت ميريل. لكن غنيمته المؤلفة من ثمانية أرقام، أرست مثالا مدمرًا للجمهور. فقد أبلدت حسه بالتوفز - الخوف من الفشل الذى يجعل مديرًا قلقًا بشأن الانحدار.

والمصرفيون الذين كانوا يأخذون إلى منازلهم شيكات الرواتب الهائلة هذه، هم خبراء ماليون ماهرون، لكن مهاراتهم كانت تخدم مصالحهم الشخصية أولاً وزبائنهم وحملة الأسهم ثانيةً، ولا تكاد تخدم الاقتصاد على الإطلاق. وتعلم المصرفيون أن يخدعوا النظام: أن يلعبوا مع وكالات التصنيف، وأن يضعوا الرهون العقارية الخاسرة فى حزم ليجعلوا منها سنداً يحظى بتصنيف ائتمانى ثلاثة إيه، ويبيعونه بالتدليس لزبائن يثقون فيهم. خدعوا لجان الأجور وخدعوا المجتمع، وجمعوا أجوراً فلكية مقابل منتجات (مثل الأوراق المالية الاصطناعية لالتزامات الدين المكفولة بضمان) التى لا تثرى إلا المصرفيون. وفى الوقت نفسه، عاشوا حياة ذهبية؛ انتقلوا فى طائرات خاصة، وعاشوا فى منازل فخمة وبيوت ريفية يقضون فيها عطلة نهاية الأسبوع. وولدت رواتبهم إحساساً زائفاً بحق الحصول على مخصصات وعدم القابلية للهزيمة. وخدع المصرفيون أنفسهم فى نهاية المطاف. فإذا - كانت ثرواتهم الشخصية مضمونة، فكيف يمكن أن يكون مصير مؤسساتهم بالأحرى؟ وفى عام ٢٠٠٦، كسب كين طومسون ١٨ مليون دولار عن عمله فى الاستحواذ على جولدن ويست؛ وحصل دانيل مود على صافى بلغ ١٥ مليون دولار من فانى ماى؛ وحصل أنجلو موزيلو على ٤٣ مليون دولار فى كانتريوايد؛ وحصل جون ماك على ٤١ مليون دولار فى مورجان ستانلي؛ وحصل لويد بلانكفين على ٥٥ مليون فى جولدنمان؛ وحصل ريتشارد فولد على ٢٨ مليون دولار فى ليمان؛ وحصل جيمس كاين على ٤٠ مليون دولار فى بير ستيرنز [١٢١]. وانعكست مثل هذه المبالغ فى ثقة بالنفس دمثة وعجرفة مكافئة. كانت أرباحهم قياسية، ومكانتهم سامية، وقصورهم العامة مزينة بفنون الحفر الصينية والخشب المصقول. كيف تكون المؤسسات المصرفية أى شيء آخر غير أنها راسخة؟

فى الحقيقة، كانت أرباحهم تعتمد على رافعتهم المالية المتضخمة. كانت رافعة ليمان ٢٦ إلى واحد (بمعنى أنها كانت تستخدم ٢٦ دولاراً من رأس المال المُقترض لكل دولار واحد تمتلكه). فى بير ستيرنز، بلغت الرافعة ٢٩؛ وفى مورجان ستانلى

بلغت ٣٢ [١٢٢]. كان المصرفيون لا يدرون تقريبًا بهذه الأرقام. ولم يراقبوا عن كثب رافعتهم المالية؛ كان يأخذون ببساطة ما يتوافر من الائتمان. واتبعوا عن وعى أو غير وعى إستراتيجية (مدعومة من لجنة البورصة والأوراق المالية) باستخدام دولار من أموالهم و ٢٩ دولارًا تقريبًا من دولارات الناس، ويراهنون بها فى سوق مهوسة حقًا. وتزايد قصر أجل الأموال التى كانوا يقترضونها.

ولم تكن البنوك التجارية أحسن حالا تقريبًا. وقفز نصيب أسهمها المكشوفة على العقارات من المستوى التاريخى البالغ ١٥ فى المئة إلى أكثر من ٥٠ فى المئة. لكن بينما كانت قروضها تتزايد خطورة، أدخرت القليل للكلفة فى المستقبل [١٢٣]. وكان تمويلها أكثر هشاشة، لأن البنوك كانت تعتمد أقل على المودعين العاديين الذين كانوا مستقرين نسبيًا، وبشكل أقل على أسواق الائتمان المحتملة الهشاشة [١٢٤]. وكانت شركة يو. بى. إس السويسرية القابضة العملاقة علامة على يأس البنوك فى الدورة المتأخرة. وفى وقت مبكر من عام ٢٠٠٦، بدأت تكسب عشرات المليارات من الدولارات من التزامات الدين المكفولة بضمان، وكان مدراؤها لا ينظرون أبعد من التصنيف الائتمانى وتاريخ الأسعار للأسهم (كما لو أن سعر الأمس يضمن بيعًا فى الغد). ومما لا يصدق، أن مدراءها - الذين كانوا يجمعون مكافآتهم غير المتناسبة - لم يميزوا حتى بين سندات الرهون العقارية من الطبقة الأولى، والتزامات الدين المكفولة بضمان من الطبقة الثانية. وواصلوا إيداع المليارات، حتى فى الوقت الذى تتجمد فيه الأسواق، معتقدين أن لا محيص عن أن تتعافى الأسعار. والتزامات الدين المكفولة بضمان "عوملت دومًا باعتبارها دفتر تجارة"، وفقًا لتقرير بشأن الخسائر النهائية ليو. بى. إس التى سُجلت بعد ارتكاب الجريمة. كان يجرى ببساطة افتراض وجود السيولة [١٢٥].

وبحلول منتصف عام ٢٠٠٦ إلى نهايته، أصبح عددٌ من المراقبين قلقين بشأن استقرار النظام المصرفى. ورأت ستيفانى بومبوى، المستشارة وكاتبة النشرات الإخبارية التى تغرد خارج السرب، أن الصناعة "تشبه بشكل ملحوظ، فيما يبدو،

الفترة التى سبقت أزمة الادخار والقروض(*). تمامًا، كما كان الحال فى ذاك الحين، سجلت البنوك انكشافًا على فقاعة أسهم". وقال مارك زاندى، الاقتصادى فى موديز، علنًا إن الضغوط فى سوق الرهون العقارية عالية المخاطر (التى أتاحها قسم التصنيف فى شركته) تستطيع أن تعجل بوقوع "واقعة مالية عالمية" (١٢٦).

وكان أنجلو موزيلو قلقًا أيضًا، كما أظهرت رسائله السرية بالبريد الإلكترونى (١٢٧). وفى مارس آذار ٢٠٠٦، نبه رئيس النشاط المصرفى للرهون العقارية فى كانتري وايد إلى أن ١٠٠ فى المئة من رهونهم العقارية الشعبية (التى دون دفع مقدم) كانت "أكثر المنتجات الموجودة خطورة... لا يوجد ما هو أكثر منها سمية". وفى أبريل نيسان، صرح موزيلو، فى رسالة أخرى بالبريد الإلكترونى، "إنها مسألة وقت فحسب قبل أن تعانى كانتري وايد من "تأخر أعلى بكثير عن السداد" فيما يتعلق بخيار قروض الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل.

وبينما كانت مثل هذه الاعترافات سرية، بالطبع؛ ظل موزيلو عنيد الهياج، فى العلن. وفى منتدى للمستثمرين فى سبتمبر أيلول، أشاد موزيلو بكانتري وايد باعتبارها "نموذجًا يحتذيه الآخرون فيما يتعلق بالإقراض المسؤول". وبعد ذلك بفترة قصيرة، مع تخطى أسهم كانتري وايد ٤٠ دولارًا، زاد موزيلو بخبث المبيعات من أسهم الشركة.

ومع أن الجمهور لم يستطع الاطلاع على مخاوف موزيلو، لكن الأدلة على تفاقم كارثة فى العقارات كانت واضحة. وكانت معدلات التأخر عن سداد الديون على الرهون العقارية عالية المخاطر ترتفع بشكل حاد لتصل إلى ٧,٧٥ فى المئة بحلول الربع الرابع من عام ٢٠٠٦. وأخيرًا، أصبحت القواعد الأشد صرامة للرهون العقارية حقيقة، مع أن تضييق السوق فعل على الأرجح أكثر مما فعلته واشنطن فى إغلاق

(*) حدثت فى ثمانينيات القرن الماضى وتسعينياته فى الولايات المتحدة. (المترجم)

الائتمان. وكان معدل العجز عن السداد يتصاعد فى المدن التى كانت تشهد ازدهاراً فى السابق، مثل لاس ڤيجاس، وبلغت قمتها فى أحدث دفعة من الرهون العقارية، عندما كانت المعايير هى الأكثر يسراً. وبحلول أكتوبر تشرين الأول، كان ثلاثة فى المئة من قروض الرهون العقارية عالية المخاطر التى أبرمت فى وقت سابق من العام، عليها ديون متأخرة السداد. وكان المشترون يتوقفون عن الدفع فى غضون شهور من إتمام القروض (أو لا يدفعون على الإطلاق). وتشكك زاندى، محقًا، فى أن الكثير منهم كذبوا بشأن نيتهم فى الانتقال إلى المنازل، ومع تحول السوق هجروا مضارباتهم [١٢٨]. وعلى امتداد البلاد، فى الربع الثالث، انخفضت أسعار العقارات – فى أول انخفاض من نوعه فى ١٣ عامًا. ومع كامل العلم أنه إذا استمر هذا الاتجاه فإن ملايين من ملاك المنازل سيواجهون احتمال الوصول إلى قيمة عقارية سالبة، أرسل محلل لقروض التزامات الدين المكفولة بضمان فى ستاندرد آند بورز – التى كانت تمنح بالطبع، تصنيفات ثلاثة إيه. لأوراق الرهون العقارية – رسالة مرحة إلى زميله بالبريد الإلكترونى قال فيها: "دعنا نأمل أن نكون جميعًا أثرياء ومتقاعدين عندما يتداعى منزل الورق هذا" [١٢٩].

لكن حتى مع تسجيل البنوك إجماليات أعلى بكثير من القروض التى فات موعد استحقاقها، وتلك التى أُعيدت هيكلتها، فإنهم كانوا يسكبون رؤوس أموال فى الأصول الخطرة – فى العقارات، وفى قروض للشركات التى رافعتها المالية كبيرة، وليس بمبالغ صغيرة[١٣٠]. وأقرض ليمان، موسعًا امتياز ملكيته التجارية، أكثر من مليارى دولار لمستثمر فى الأراضى فى كاليفورنيا. ووصلت المضاربة فى الأمر لدرجة يصعب معها إغراء المستثمرين، ولذا احتفظ ليمان بالقروض لنفسه. وبشكل مشابه، مول واتشوفيا وميريل لينش بيع ستيوڤيسانت تاون، وهو مجمع شقق بمليارات الدولارات فى مانهاتن[١٣١]. ولعبت هذه البنوك ذات مرة دور الوسطاء، لكنها تصرفت الآن وكأنها الفاعل الأصلى، مقدمة مبالغ كبيرة لصفقات غالية الثمن فى سوق يتسم بالمضاربات. وفيما يتعلق بالعقارات السكنية، سادت روح مشابهة: تسارعت الالتزامات حتى مع ارتفاع معدلات العجز عن السداد. وخلال الصيف، اشترى

مورجان ستانلى خادم رهون عقارية ليتوسع فيما أشار إليه بشكل مخفف بأنه سوق "غير ممتاز"(١٣٢). وعقدت فانى ماى جلسة إستراتيجية لكبار مدرائها بعيدًا عن موقع الشركة فى كامبريدج فى ولاية ماساشوستس حيث يستطيع المدراء أن يتخففوا من الرسميات ويوسعوا آفاقهم. وكانت النتيجة قرارًا رنانًا، كما رصدت الشركة "قولوا نعم لزبائننا بزيادة المشتريات من قروض الرهون العقارية عالية المخاطر وقروض الفئة إيه. البديلة". وأثارت الإستراتيجية، أو على الأقل تنفيذها، بعد فترة قصيرة، صرخة جريح من مسؤول المخاطر فى فانى الذى شكا لمود، كبير المديرين التنفيذيين، من أن فانى تتجاهل عملياتها فى التحكم(١٣٣). وما كانت تتجاهله بالفعل هو الاقتصاد المتفاقم فى أسواق الإسكان والإقراض. وكانت تستخدم أموالا جيدة لتطارد الأموال الرديئة. وقدمت مثل هذه التوجهات ما كان يحتمل أن يطلق عليه كارل ماركس التناقض الرأسمالى. وكان السؤال: متى يلاحظ هذا شخص ما، غير مشاغب أو مدير مخاطر؟ وفى أكتوبر تشرين الأول، شخص ما فعل ذلك.

كان وليام كينج، الذى جمع محفظة الأوراق المالية للرهون العقارية عالية المخاطر فى بنك جيه. بى. مورجان تشيس، فى رواندا عندما رُفعت راية الخطر. وكان كينج هناك فى مهمة خيرية للمساعدة فى إعاد بناء صناعة القهوة المحلية التى دمرتها الحرب العرقية فى البلاد. وتلقى فى فندقه مكالمة هاتفية من مساعده فى نيويورك قال فيها: "جيمى يبحث عنك". وجيمى هو جيمى ديمون، كبير المديرين التنفيذيين لبنك جيه. بى. مورجان تشيس. لم يعتقد كينج أنه اتصل به هاتفيًا ليناقش معه اقتصاد القهوة.

ومع أنه كان فى الخمسين من عمره، كانت هيئته صبية ، كان يمكن الجدل بأنه أكثر مصرفى البلاد نفوذًا. واشتهر فى بداية الأمر بأنه بديل ساندى ويل، وبنيا الاثنان عملاق وساطة اندمج فى نهاية المطاف مع سيتى جروب ووضعهما فى قمة وول ستريت. وعندما أصبح ديمون مضطربًا، بل ومعاقرًا للخمر، أقاله وويل. وكان المشهد الثانى من مشوار ديمون المهنى مقدرًا تقريبًا. ووظف لإدارة بنك كبير، وإن

يكن مريضًا، فى شيكاجو، فحقق عائدات قوية ودمجه مع بنك جيه. بى. مورجان الضعيف أيضًا وعين كبير مديرين تنفيذيين لأشهر بنوك البلاد. ومع أنه أصبح أكثر سلطوية عن سنواته التى قضاها فى حماية ويل، ظل ديمون مفعمًا بالشباب وانفعاليا وغير رسمى ولا يكل اهتمامه بالمخاطر. وفى عام ١٩٩٨، عندما كانت القروض لروسيا هى التقليعة الجديدة فى وول ستريت، طلب ويل وديمون، اللذان خشيا أن تتجاوز روسيا الحد فى التوسع، من تجارهما أن يبيعوا. وعجزت روسيا عن السداد بعد شهور[١٣٤].

ودفعت مخاوف ائتمانية مشابهة ديمون لأن يهاتف كينج. لم يكن العجز عن سداد الرهون العقارية عالية المخاطر يتصاعد فحسب، لكن محللى مورجان لاحظوا أيضًا، أن الناس المنتظمين فى سداد ديون بطاقات ائتمانهم وقروض السيارات، يعجزون رغم هذا عن سداد رهونهم العقارية. ولم يكن من المفترض أن يحدث هذا. كان الأمر يبدو كما لو أن الناس تعجز عن السداد طوعًا، ربما لأن القيمة العقارية لمنازلهم سالبة. وإذا كان هذا هو الحال، فليس بوسع أحد أن يخبرنا إلى أى ارتفاع يمكن أن تصعد إليه معدلات العجز عن السداد. وقال ديمون لكينج أن يبيع أو يتحوط قدر استطاعته. وفى الوقت نفسه، جمد مورجان حسابات عميل، وهو مقرض رهون عقارية عالية المخاطر يسمى أونيت موركيج سوليوشنز. وفى نوفمبر تشرين الثانى، عجز أونيت عن السداد. وبعد أسابيع أغلق أبوابه.

ورُفعت رايات مشابهة فى كل مكان. فى ديسمبر كانون الأول، خسرت جولدمان أموالا، فى الأوراق المالية للرهون العقارية لعشرة أيام متوالية، ومع أن المبلغ الذى خسرته لم يكن كبيرًا، فإن هذا النوع من الفترات الصعبة لم يكن مألوفًا. وتلقى ديڤيد فينيار كبير المسؤولين الماليين فى الشركة، وجارى كوهن كبير مسؤولى التشغيل فى الشركة، تقريرًا عن الأرباح والخسائر من كل نشاط لجولدمان كل يوم، وبعد أسبوعين من الخسائر كانوا قد رأوا ما يكفى. وفى الوقت نفسه، كان إصدار السندات الخردة للشركات يتناقص سريعًا، مما أوحى بتراجع عن الائتمان الخطر. ودُعى فينيار

ورؤساء نشاط الرهون العقارية فى جولدمان وعددٌ من الموظفين الماليين فى الشركة، فيما وصل إلى ٢٠ مصرفيًا إجمالا، إلى مؤتمر رفيع المستوى. وتم الإجماع على أن قيم الرهون العقارية ستزداد سوءًا قبل أن تتحسن. وقرر مدراء جولدمان أن يكونوا "أكثر قربًا من المنزل"، مما يعنى أن يخفضوا تدريجيًا مكانتهم فى قروض التزامات الدين المكفولة بضمان العقارات الأخرى وسنداتها. وبدأت الشركة البيع على الفور[١٣٥].

وسمع ليمان التحذيرات أيضًا. وفى وقت لاحق من العام، قال أحد كبار مصرفيى الشركة لفولد إن الآوان قد آن لتقليص المخاطر. ومع أن الأرباح كانت تتزايد، أشار المصرفى إلى أن كثيرًا من نجاح ليمان نابع من ارتفاع أسعار الأصول: سيكون من الحماقة المراهنة فى مثل هذه التوجهات فى المستقبل. ولم يقدر فولد النصيحة - مما أوحى بأن الحظ، وليس قيادة فولد، هو المسؤول عن نجاح ليمان- ولذا تجاهلها. وتحلى واتشوفيا بعجرفة مشابهة. وفى محاولة لإعادة تشغيل وحدتها الجديدة فى جولدن ويست، بدأت تروج لخيارات قروض بمبالغ تدفع شهريًا استنادًا إلى سعر فائدة يبلغ واحد فى المئة، فى محاولة يائسة لتحفيز الحجم من خلال خفض أسعار الفائدة إلى القاع[١٣٦]. ودمجت أيضًا خط الإنتاج عالى المخاطر لجولدن ويست فى باقى البنك. وكان حماس المصرفيين لمراكمة المخاطر كبيرًا ومتهورًا.

وقد يعترف تجار الرهون العقارية بهبوط - وليس أكثر - فى خط أنابيب التوريق الرائع الذى نقل الكثير من الأرباح. وواصل بنك سيتى، وبنك يو. بى. إس، وميريل، الإضافة إلى قروض التزامات الدين المكفولة بضمان. واعترف مدير تنفيذى من ميريل، مستخدمًا استعارة مستقاة من طاولة قمار الروليت "كنا نراهن على الأحمر". وبحلول نهاية عام ٢٠٠٦، كان معظم وول ستريت متورطًا لدرجة يصعب معها البحث عن مخرج. وإذا كان مثل هذا المخرج مطلوبًا، فمن أين يأتى رأس المال؟ فإذا قرر المستثمرون الغارقون إلى رقابهم فى أوراق الرهون العقارية البيع فمن بقى هناك ليشترى؟ ولم تستطع بومبوى، كاتبة النشرات الصحفية، أن ترى إلا مصدرًا واحدًا.

وكتبت فى ديسمبر كانون الأول، "نتن الائتمان بدأ بالفعل"، فى الوقت نفسه الذى تجاهل فيه فولد تحذير مصرفييه. وأضافت "سوف يضطلع الاحتياطى الاتحادى بدور جديد - مقرض الملاذ الأخير". وفى استشرافها لدور متصاعد للحكومة فى الرهون العقارية، أصدرت بومبوى نبوءة مثيرة للغضب: "نتنذل بإيجابية أملا فى أن تظهر جماعة لمساعدة ملاك المنازل والغارم المعوز وبرامج أخرى".(١٣٧).

الفصل السابع

غياب الخوف

فى هذا المنعطف، على أى حال، يرجح فيما يبدو، أن يتم احتواء التأثير على الاقتصاد الأوسع والأسواق المالية للمشكلات فى سوق الرهون العقارية عالية المخاطر.

بن برنانكى، شهادة أمام اللجنة الاقتصادية المشتركة فى ٢٨ مارس آذار، من عام ٢٠٠٧.

وفى وقت مبكر من عام ٢٠٠٧، ظهر خطابان سنويان شهدا باستمرار القدرة على الإنكار فى النظام المصرفى الأمريكى. ونُشرا فى التقرير السنوى لسيتى جروب - أحدهما وقعه تشوك برينس، كبير المديرين التنفيذيين، والآخر وقعه رئيس اللجنة التنفيذية، روبرت روبن. وعُرض أيضًا خطاب ثالث منفصل لشركة، من جيمى ديمون لحملة الأسهم فى جيه. بى. مورجان تشيس. وتكتب مثل هذه الخطابات السنوية بصفة عامة فى أقسام العلاقات العامة، وهى عادة من عمل كُتاب من الباطن. ومع هذا، فهى تنقل نوعًا من الحقيقة بغير قصد. حتى لو بالحذف، فهى تنقل ما يفكر فيه كبار المدراء التنفيذيين، أو على الأقل، القضايا والمخاطر التى يعتقد كبير المديرين التنفيذيين أنها تبرر عرضها على الجمهور.

وركز خطاب ديمون، الذى كتبه بنفسه، على المخاطر فى سوق الرهون العقارية عالية المخاطر، وبدرجة أقل، على بيئة الائتمان إجمالا. وأقر أن جيه. بى. مورجان

اندهشت كثيراً بإيقاع الارتفاع الحاد فى العجز عن سداد الرهون العقارية. ومع أن معايير الاكتتاب فيها لم تكن بيسر البنوك الأخرى - فمورجان لم تصدر قط خيار قروض الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل، على سبيل المثال - عاب ديمون عليها أنها لم تكن محافظة أكثر مما كانت. وبينما باعت مورجان فى الآونة الأخيرة الكثير من سجل رهونها العقارية عالية المخاطر، فإنها لم تعزل نفسها بحال، إذا أصبحت أسواق الائتمان "بغيضة"، كما كان يخشى. وفى مثل هذه الحالة، تصبح معايير الإقراض أشد صرامة، وتزيد عمليات حجز الرهون وتعانى قيم المنازل. وليس أقلها، احتمال أن ترتفع خسائر مورجان بشكل كبير لتصل إلى خمسة مليارات دولار [١٣٨].

ونصح محامو مورجان ديمون بأن يتوقف عند هذا الحد. لكن كبير المديرين التنفيذيين ظن أنه من المهم تقديم أرقام محددة - وأضاف: "ليس لنزعجك... لكن كى نكون شفافين بقدر الإمكان بشأن التأثير المحتمل لهذه الاحتمالات السلبية". وكشف ديمون عن نسبة الأصول التى تخلصت منها مورجان أو تلك التى خسرت فيها، فى عام ٢٠٠٦، فى كل واحد من تسعة خطوط النشاط الاقتصادى: القيمة العقارية للمنازل، والرهون العقارية عالية المخاطر، وتمويل قروض السيارات، وهلم جراً. وإلى جانب التخلص من أصول فى عام ٢٠٠٦، كان هناك تقدير لمدى ما يمكن أن ترتفع إليه الخسائر فى كل فئة إذا تدهورت البيئة. ولم تكن هذه إلا توقعات بالطبع، وكما أقر ديمون: "إننا لا نعرف بعد التأثير النهائى لفوائض الصناعة فى الآونة الأخيرة". وكان لدى حملة الأسهم، على الأقل، أدلة على أن المدير التنفيذى يحلل - فى تفاصيل دقيقة - التأثيرات المحتملة لهبوط كبير.

كان خطاب برينس لحملة أسهم سيتى جروب أكثر تفاؤلاً نوعًا ما. وركز على إنجازات البنك فى العام - فقد أضاف آلات صرف آلى فى متاجر سِفن - إليفن بل وفاز بثلاثة إيه فى التصنيف من موديز. وكرس حكمين تحديداً لأسواق الائتمان، التى توقع دون تفصيل، أنها يحتمل أن تعانى "تدهوراً بسيطاً" فى عام ٢٠٠٧. وربما كى يضفى

طابعًا انسانيًا على خطابه، وصف (بالمزيد من التفاصيل إلى حد بعيد) رحلته مع زوجته، بيجى، إلى مقاطعة لايشوى فى الصين، حيث قدم كبير المديرين التنفيذيين دورة دراسية عن الائتمان، وساعدت بيجى فى طلاء المدرسة. ولم يذكر استثمار سيتى فى الرهون العقارية عالية المخاطر؛ ولم يذكر الرهون العقارية عالية المخاطر على الإطلاق. وكان خطاب روبن الملحق أكثر تقتيرا فى التفاصيل. وركز على مستقبل الاقتصاد العالمى الذى وصفه بأنه فى قلب "تغير تحولى". والخطاب مترع بمثل هذه العبارات الطنانة. وأعلن أن الاقتصاد العالمى سوف يكون "قويًا... رغم الاختلالات المالية الكبيرة ومخاطر الجغرافيا السياسية وعدد آخر من القضايا" (١٣٩). لكن روبن لم يرهق قراءه بسرد ما عساها أن تكون هذه "القضايا". كان الخطاب، فى جوهرة، بلا وزن.

ومع أن خطابات سيتى جروب كانت استعلائية، فقد كانت كاشفة (ولو بغير قصد). وتزايد تفاؤل سدنة أكبر بنك أمريكى عن مستقبل سيتى جروب، لكنهم لم يلتفتوا إلى خطوط الاقتصاد المفردة، وكانوا أقل التفاتًا للضغوط الناشئة على هذه الأعمال. ولم ينم برينس ولا روبن عن أى وعى بالتجاوزات فى سوق الرهون العقارية أو فى أسواق الائتمان بشكل أوسع. وما أشارت إليه مراسلاتهم، قبل أى شيء، هو الافتقار الشديد للتركيز على، وربما فهم، مخاطر معينة يواجهها البنك.

من الواضح، أن ديمون هو الشخص الذى خرج عن الصفوف. كان التفاؤل الحذر لبرينس وروبن يعكس الإجماع الاقتصادى السائد. حتى الاحتياط الاتحادى، بطاقمه المؤلف من ٢٢٠ اقتصاديا، لم يتنبأ بوقوع ركود، أو حتى عاصفة ائتمانية شديدة. وكانت مشكلة الرهون العقارية عالية المخاطر بادية جيداً فى الأفق، لكن بصفة عامة، هذا هو المكان الذى توقفت عنده المشكلة المدركة. وقدم برنانكى شهادة، فى فبراير شباط من عام ٢٠٠٧، ومرة أخرى فى مارس آذار، قال فيها إنه لم يتوقع أن تتسرب الصعوبات فى الإسكان إلى الاقتصاد العام (١٤٠). ولم يعتقد هذا أيضاً هنرى إم. بولسون، الابن، وزير الخزانة كثير الكلام.

كان بولسون، وهو ثرى بشكل مستقل (كانت ثروته تقدر بنحو ٧٠٠ مليون دولار)، أول وزير خزانة استطاع أن يحتفظ برباطة جأشه فى مواجهة أعضاء الحكومة غير المحافظين الذين طالما علقوا الصفقة بأُذن الرئيس. وبرأسه الأصلع ونظاراته ذات الإطار الذهبى وأسلوبه القوى، كان الرئيس السابق لجولدمان مخيفًا بشكل مبهم، وكان يذكر تقريبًا بشخصية ليكس لوثر الكاريكاتورية الشريرة (*).

أدى بولسون اليمين فى يوليو تموز من عام ٢٠٠٦. وقدم أولى نصائحه للرئيس، فى كامب ديفيد، وتمثلت فى أنه يُتوقع بعض العسر فى الأسواق المالية – وحذر من أن العسر كان هادئًا بشكل خارق للطبيعة لفترة طويلة. ولم يكن لدى بولسون فكرة عن المكان الذى سوف يحدث فيه العسر؛ وتخيل أنه قد يحدث فى صندوق تحوط (١٤١). وغالبًا كما لو كان ينتظر هبوب عاصفة، فقد شغل نفسه بمسعى لتنظيم اللوائح المالية ولتخفيف بعض الأعباء فى وول ستريت. وشبعته العقود التى قضاها فى جولدمان بتبجيل عميق لوسائل القطاع الخاص.

لكن بولسون لم يكن منظرًا للسوق الحرة. كانت تروعه الحرب (وكان يسميها "جهادًا") التى شنها الجمهوريون المتشددون ضد فانى ماى وفريدى ماك، وحاول أن يتوسط فى سبيل التوصل إلى سلام. كان عنيدًا لكنه لم يكن مغرورًا. وكان من أتباع كنيسة المسيح العالِم، ومولع بمراقبة الطير ومتحمس فى دفاعه عن الحفاظ على البيئة، كان رقيق الحاشية فى الأساس، على خلاف بعض الذين صعدوا إلى مناصب رفيعة. (كان برنانكى شخصًا آخر مثله). نشأ بولسون فى مزرعة فى إيلينوى، ولم يهتم بالذهاب إلى أكواخ منتجعات التزلج أو عضوية النوادى الإقليمية ولا شراء السيارات غالية الثمن، بل اشترك هو وزوجته فى سيارة بريوس. وآمن بولسون بشكل عاطفى

(*) شخصية خيالية شريرة وهو العدو الرئيسى لسوبر مان وبات مان وغيرهم من الأبطال الطيبين، من إبداع جيرى سيجيل وجو شوستر وظهرلأول مرة فى سلسلة أكشن كومكس الأمريكية المصورة فى أبريل نيسان من عام ١٩٤٠. (المترجم)

بالأسواق غير المقيدة، لكنه لم يفكر مليًا بشأن البدائل منذ أن خدم لفترة قصيرة فى البيت الأبيض فى عهد نيكسون بعد تخرجه من مدرسة هارفارد. وكان أسلوبه فى الإدارة ذرائعيًا، ليناسب صانع صفقات: كان يستجيب للاستفزازات. وكان غير مفصل الحديث بشكل خاص، مما يثير الدهشة بالنسبة إلى كبير مدراء تنفيذيين. كانت الكلمات تتسرب منه فى دفعات حلقية، وكانت استنتاجاته تنفجر فى اندفاعات غير منغومة. وبينما كان لاعب هجوم فى كرة القدم الأمريكية لفريق دارتماوث يزن ٢٠٠ رطل، عرف باسم "المطرقة"، وكانت طريقته فى الكلام مازالت تُذكر ببنيانه الجسدى.

كان برنانكى، على النقيض، هادئًا وصاحب أسلوب أستاذ جامعى ومرتبكًا نوعًا ما، ويصغر بولسون بثمانية أعوام. تولى المنصب فى فبراير شباط من عام ٢٠٠٦، قبل فترة قصيرة من بولسون، وحيته البلاد كتغيير مرحب به بعد جرينسبان، سلفه المتغطرس. وبينما كان جرينسبان براقًا، مال برنانكى إلى شخصية الممل الكئيب. وكان فنيًا أكثر منه خبيرًا، وبسيط الحديث أكثر منه غامض الحديث، وكان من الممكن أن يتوارى بجانب بولسون الرائع فيما عدا أنه كان لديه ميزة كبيرة تتمثل فى أنه درس السياسة الاقتصادية طيلة حياته[١٤٢]. نشأ فى ديلون، فى جنوب كاليفورنيا، فى بلدة زراعية كان والده فيها صيدليا، وأسرته كانت من بين اليهود الوحيدين، وكان نوع من الصبية الذى تعلم حساب التفاضل والتكامل بنفسه (لم يتعلمها فى مدرسته العليا). ودخل هارفارد بعد عام من مغادرة بولسون، وحصل على درجة الدكتوراه من معهد ماساشوستس للتكنولوجيا، ووُصف بأنه باحث نابه ومنطو على نفسه. وفى برينستون التى انقسم فيها قسم الاقتصاد إلى فصيلين متناحرين، صعد برنانكى مدعوم بقوة علاقته الطيبة بالزملاء ليصبح الرئيس. وكرئيس للاحتياط الاتحادى، تحلى بديمقراطية مشابهة، ومنح المحافظين أقرانه المزيد من السلطة فى السياسة النقدية. كان حذرًا ومترويًا؛ وكان يزن كلماته كما لو أنه يضخ قطيرات فى نهر سمعته. وكان مقتصدًا فى الكلام لدرجة أنه لم يبح حتى بميوله الأولية لمساعديه. وعندما أُعلن عن اختياره ليحل محل جرينسبان، سأل زميل فى دهشة: "ما الذى يفعله بوش بتعيين ديمقراطى؟"

وأجاب برنانكى: "فى الحقيقة، أنا جمهورى".

ودارت معظم حياته الدراسية حول الكساد الكبير، أسبابه والدروس التى قد تُستفاد منه. وكان برنانكى من معاونى المُنظر الاقتصادى الأصيل للسوق الحرة ميلتون فريدمان، واعتقد مع فريدمان أن الاحتياط الاتحادى تسبب فى الكساد وفاقمه، "بفثء الفقاعة"- بمعنى دك مضاربات سوق الأسهم قبل الانهيار - وبالعجز عن تحفيز الاقتصاد أثناء الكساد. وفى كلمة أثناء الاحتفال بعيد الميلاد التسعين لفريدمان، اشتهر عن برنانكى أنه "اعتذر" نيابة عن الاحتياط الاتحادى لفريدمان والمؤلفة المشاركة معه آنا شفّارتز:

أود أن أقول لميلتون وآنا: فيما يتعلق بالكساد الكبير. كنتما على صواب، لقد صنعناه. ونحن آسفون للغاية. لكن بفضلكما، لن نفعل هذا ثانية (١٤٣).

ما كان ملحوظًا هو زعم برنانكى أن المؤسسة الأكاديمية فهمت الآن بشكل كامل ديناميات واحدة من أكثر حقب الاقتصاد تعقيداً فى التاريخ الأمريكى. الحياة الواقعية فوضوية وقابلة للشك. وكان بحث برنانكى غارقًا فى الاقتصاد القياسى الذى يوفر يقين نماذج الكمبيوتر(١٤٤). وحلل الكساد ليس كمؤرخ مهموم بالعوامل والتفسيرات المتصارعة لكن كعالم اجتماع فى معمل. ويبدو أنه كان ينفر من الحكى؛ فكتابه لعام ٢٠٠٠، مقالات عن الكساد الكبير، يحتوى على حفنة فحسب من الإشارات إلى الرئيس روزفلت. وكان الكساد بالنسبة إلى برنانكى حدثًا نقديًا مفصولا عن الناس العاطلين عن العمل أو البنوك التى هوت. فطوابير الخبز المدعوم وبنوك الطعام لم تكن إلا ردّاً على سياسات البنك المركزى. وكانت وجهة نظره شديدة التمركز حول الاحتياط الاتحادى تكون فيها المؤسسة قادرة على خلق إما كارثة أو معجزة. وجادل فى ورقة واحدة، مستشهداً فيها مرة أخرى ببطله فريدمان، أن الاحتياط الاتحادى بوسعه أن يحيى اقتصاداً محتضراً بإسقاط حزم من النقد بطائرة هليكوبتر، بالمعنى المجازى. (أكسبه هذا لقب "هليكوبتر بن.") (١٤٥).

واعتقد، سعيدًا، أن الاحتياط الاتحادى كفيل تمامًا بالعمل. وبحسب غرائزه الحذرة ونهجه المنسجم، رأى فى النظام المصرفى المركزى الحديث علمًا تم إداركه وإنجازه وليس حرفةً تتطور. صحيح، إنه سجل غياب نوبات كساد خطيرة منذ منتصف ثمانينيات القرن الماضى إلى منتصف العقد الأول من القرن الحالى، ونسب ذلك إلى التحسن فى السياسة النقدية التى كانت عمل عمره (*). واتفق مع جرينسبان على أنه من الصحيح ألا يتدخل الاحتياط الاتحادى فى الفقاعات. وفى كتاباته، وضع برنانكى غالبًا علامات استفهام جدلية حول الكلمة، موحيًا بالشك حتى فى وجود شىء اسمه "فقاعة"(١٤٦). وشارك بولسون برنانكى فى وجهة نظره المحافظة المعتدلة عن العالم، لكن كمسألة غريزية وليس كنظرية. ورغم أن كليهما كان نتاجًا لأسرة متدينة من بلدة صغيرة، وتمتعا بزواج سعيد وتزمت أخلاقى طفيف (كان بولسون يحمل لقب عضو الكشافة النسر)(**). لكن أحدهما كان متأملا، والآخر كان مندفعًا، أحدهما حلو المعشر وساخر، والآخر اجتماعى وغير صبور. درس برنانكى أسباب الأزمات الاقتصادية طيلة حياته، لكن فى الغالب من معتزل الحرم الجامعى؛ وكان بولسون غارقًا فى وول ستريت لكن لم يتأمله من بعيد. ومع أساليبهما المختلفة، أصبحا رفيقين متآلفين فى بوتوماك(***). يتناولان الإفطار أسبوعيًا ويتحدثان من حين إلى

(*) ربما كان برنانكى محقًا فى الإشادة بالمصرفيين فى البنوك المركزية الذين أصبحوا أفضل حالا فى مقاومة التدخل السياسى بعد القمة التضخمية فى سبعينيات القرن الماضى. لكن عوامل أخرى ساعدت أيضًا فى تهدئة الحلقة مثل صعود اقتصاد الخدمات (الخدمات أقل تقلبًا من الصناعة) وتوسع التجارة العالمية التى مارست رقابة على التضخم وأيضًا، من ثم، الحاجة إلى تشديد فى الإجراءات النقدية.

(**) عضو الكشافة النسر، أو النسر، هو أعلى مرتبة يصل إليها العضو فى Boy Scouts of America للفتيان، تقدم التدريب فى الشخصية والوطنية واللياقة الذهنية والشخصية، ويطلب من أعضاء الجماعة تطوير قيمهم الدينية والشخصية ويتعلمون مبادئ التراث الأمريكى والحكومة ومهارات أخرى حتى يصبحوا مواطنين ناضجين ناجحين. (المترجم)

(***) مدينة بولاية ماريلاند الأمريكية صنفتها شبكة سى. إن. إن الأمريكية للأخبار، عام ٢٠٠٩، كسابع المدن ثراء فى الولايات المتحدة وسابع المدن من حيث أعلى جودة تعليم فى البلاد. (المترجم)

آخر. ركز برنانكى على الأفكار الكبيرة وذهب بولسون بالنقاش إلى السياسة. لكن برنانكى اهتم كثيراً بالتفاصيل (وكان لديه صبر عليها). واعتمد رئيس الاحتياط الاتحادى على بولسون فى توقع رد فعل السوق، أو رد الفعل السياسى، فى كل خطوة من خطواتهما. جاء كل منهما إلى المنصب وهما يتوقعان أن سوق الإسكان (أو على الأقل قطاع الرهون العقارية عالية المخاطر) ستتحسن، واعتقد كلاهما أن الاقتصاد يستطيع أن يصل إلى استقرار سلس.

لم يكن وول ستريت وردياً. وبحلول عام ٢٠٠٧، كانت شركات الرهون العقارية عالية المخاطر تغلق أبوابها سريعاً وكان مصرفيو الاستثمار يعرفون أن أثر سَير ديون الرهون العقارية قاد إلى أبوابهم مباشرة. وفى فبراير شباط، كشفت نيو سينشرى التى كانت تصدر الرهون العقارية عالية المخاطر فى الساحل الغربى، عن عدد أسوأ من المتوقع فى العجز عن السداد واعترفت أيضاً أنها سجلت بشكل غير ملائم أرباحها السابقة – فى إشارة على أن الرهون العقارية عالية المخاطر لم تكن سليمة كما كان يُعتقد. ففى الصيف السابق فحسب، تباهى المدراء التنفيذيون فى نيو سينشرى أمام ميريل بأنهم ينامون مثل الأطفال. والآن الشركة على حافة الهوية. وطمأن الرئيس المساعد فى ميريل لجماعة الأسواق والمصارف، ستان أونيل الذى كان يتزايد قلقاً، أن محفظتهم المالية تبدو جيدة. وتوقع سنة متعادلة فى الرهون العقارية على أسوأ التقديرات. ورغم هذه التوقعات الوردية، كان الاتجار فى الأوراق المالية للرهون العقارية ينضب.

وفى مارس آذار، اتسعت المشكلة لتصل إلى كل المصدرين الأصلاء لأوراق الرهون العقارية، كانتريوايد. وبعد أن أدرك أن نافذة إعادة التمويل تغلق، أوقف بنك موزيلو فجأة إصدار القروض "المدعومة بقرض ظهير معزز". وكما لو كان الأمر إثارة للعربدة النهائية للتجاوزات، حثت رسالة بريد إلكترونى داخلية مسؤولى القروض فى كانتريوايد على الإسراع قبل تغيير السياسة: "لو سمحتم أحصلوا على أية صفقة تزيد على ٩٥ فى المئة [النسبة بين القرض والقيمة تبلغ ٩٥] اليوم!"(١٤٧).

وبحلول نهاية الشهر، خرجت نيو سينشرى من النشاط الاقتصادى وحدث نفس الشىء لأكثر من ٢٤ من مقدمى قروض الرهون العقارية عالية المخاطر. وتم الاستحواذ على عدد مماثل بالبيع الجبرى[١٤٨].(كان هناك ما يزيد قليلا على ٢٠٠ مقرض للرهون العقارية فى عام ٢٠٠٥، فى آخر عام رصدتهم فيه وزارة الإسكان والتنمية الحضرية.) وقدم محلل قلق من البيت الأبيض رسوماً بيانية لمسؤولى الإدارة الأمريكية تشير إلى أن أسعار المساكن متضخمة بشكل خطير ومن الممكن تماما أن تتجه إلى انهيار. وكانت أسعار المنازل قد هبطت بالفعل؛ وفى الواقع، هبطت لثلاثة أرباع متوالية. واعتبرت نسبة الرهون العقارية عالية المخاطر التى تأخر السداد فيها ٩٠ يوماً على الأقل وتسير نحو حبس الرهن "متأخرة فى الدفع بشكل خطير"، ووصلت نسبتها إلى ٨,٣٣٣ فى المئة. ورأى بولسون أن السوق ستصل إلى قرار قاع ما. ووافقه الكثير من المستثمرين. وخلال مايو آيار، انخفض مؤشر الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية بنسبة خمسة فى المئة فقط[١٤٩].

وظل جمهور المستثمرين يجدون سلوى فى التصنيفات، ورغم ارتفاع التأخر عن السداد، ظلت الأوراق المالية للرهون العقارية مرتفعة التصنيف. وفى نهاية مارس آذار، عقدت فيتش، وهى تحتل المرتبة الثالثة فى مجال التصنيف بعد موديز وستاندرد آند بورز، مؤتمراً بالهاتف كان هدفه المفترض هو تخفيف حدة قلق وول ستريت. واستمع توماس آتيبيرى، شريك رودريجيث فى نيو إنكم فاند التابع لإف. بى. إيه، لفيتش وهى تؤكد أن نماذجها تتوقع إبحاراً سلساً للأوراق المالية للرهون العقارية.

كان هذا بلا معنى لمحللين مثل رودريجيث. فأصحاب المنازل كانوا متأخرين عن الدفع - بل يجرى حبس رهونهم - ولم يمر إلا تسعة شهور تقريبا منذ حصولهم على القروض. وعاجلا أم آجلا، سيكون لعمليات الدفع المضطربة تأثير بالضرورة على السندات التى بيعت مقابلها. وإضافة إلى هذا، لم يكن التأخر عن الدفع مقتصراً على مقترض قروض الرهون العقارية عالية المخاطر بل طال زبائن القروض من الفئة إيه.

البديلة؛ وآخرون كان لهم سجلات ائتمانية جيدة كان يعجزون عن السداد أيضاً[١٥٠]. وظن رودريجيث أن وكالات التصنيف الائتماني تسيئ قراءة بياناتها.

وزعم نموذج فيتش أن أسعار المساكن سوف ترتفع، كما حدث في فترة الازدهار بنسبة مئوية سنوية من رقم مفرد منخفض إلى رقم مفرد متوسط. وأثناء فترة الأسئلة والأجوبة، سأل آتيبيرى: «ما الذى يحدث للنموذج إذا كانت أسعار المنزل، بدلا من ذلك، ثابتة؟ واعترفت فيتش أن نموذجها سيبدأ فى الانهيار.

وسأل آتيبيرى: "ما الذى يحدث إذا انخفضت أسعار المنازل بواحد أو اثنين فى المئة؟"، وأجابت فيتش أنه فى هذه الحالة سينهار النموذج تماماً.

وعندما قدم آتيبيرى إفادة بالهاتف، ذهل رودريجيث. كانت فيتش تتصرف كما لو أن انخفاض أسعار المنازل مستحيلا؛ وفى الحقيقة، كان هذا جارياً بالفعل. وحذر رودريجيث فى خطابه لحملة الأسهم فى أبريل نيسان من أن "احتمال حدوث انهيار فى نماذج وكالات التصنيف له دلالات خطيرة لأنواع مختلفة من المؤسسات المالية وهياكل إصدار الديون". وفى الواقع، ذهبت "الدلالات" أبعد من العالم الملغز للأوراق المالية للرهون العقارية. واستشرف رودريجيث ارتفاع البطالة، وتنبأ بأن الاحتياط الاتحادى سوف يضطر إلى البدء فى خفض معدلات الفائدة لمواجهة المحنة الاقتصادية "من المحتمل نحو سبتمبر أيلول". ولم ينتظر رودريجيث، على أى حال. وبعد أن كانت قد أخلت بالفعل أدراجها من ديون الرهون العقارية، خفض صندوق نيو إنكم التابع لشركة إف. بى. إيه محفظته المالية من الفئة الخطرة الوحيدة المتبقية: السندات الخردة[١٥١].

ومهما يكن من أمر ما كانت تقوله وكالات التصنيف فى العلن، لكنها سراً كانت قلقة بشدة بسبب ارتفاع مد التأخر عن السداد الذى تجاوز كثيراً توقعاتها. وبحلول الربيع، تأخر عن السداد ١٣ فى المئة من الرهون إكس. واى. زد عالية المخاطر (لمجموعة السندات المصنفة من موديز والتى تمت مناقشتها فى الفصل الرابع) – وهو

عدد مرتفع يصيب بالصدمة لسند من مثل هذه الدفعة الحديثة. وعندما استفسرت موديز من المقرض كانت الأنباء أشد سوءًا. وافتقرت بعض العقارات للمرج الأخضر أو المنظر الطبيعى وظلت المفاتيح فى صندوق البريد؛ ولم ينتقل المشترون قط إلى المنازل. وكانت الدلالات تشير إلى أن الناس اشتروا المنازل من أجل المجازفة، ومع تحول مسار سوق الإسكان، تركوها ببساطة(١٥٢). واكتشف مقدمو خدمات الرهون العقارية فى أنحاء البلاد أن هؤلاء المضاربين فى الرهون العقارية عالية المخاطر كانوا طغمة حقيرة. فقد هجروا منازل مدينة بضرائب، مما تمخض عن خسائر أكبر للمقرض. وبعضهم خرب المنازل وسرق تجهيزات الإضاءة. وبعضهم تغوط على الأرضيات قبل أن يغادر.

وفى أبريل نيسان من عام ٢٠٠٧، نقحت موديز النموذج الذى تستعمله لتقييم الرهون العقارية عالية المخاطر. كان هذا القرار المتأخر (كان عمر النموذج خمسة أعوام) أول اعتراف بأن الوكالات كانت تبيع أجزاء من العالم لم تعد موجودة. وفى الماضى، على سبيل المثال، كان ملاك المنازل الذين يقترضون أقل بشكل جوهرى على أول رهن عقارى لهم عن قيمة منازلهم، لا يرجح أن يتخلفوا عن السداد. ومن ثم، كان ينظر إلى حجم أول رهن عقارى على أن قيمته تنبؤية. ولم يعد الأمر كذلك. فمع شيوع القروض المدعومة بقرض ظهير معزز، أصبح ما يهم فى ذاك الوقت هو حجم كلا الرهنين العقاريين. حتى المقترضين الذين لهم سجل ائتمانى جيد، كانوا يعجزون عن السداد. وأدركت موديز أن هناك "تغير فى العقلية"، متوصلة إلى الاستنتاج نفسه الذى خلص إليه رودريجيث. الآن "الناس يعاملون منازلهم كما لو أنها أصول استثمارية"(١٥٣). وكان ملاك المنازل المدينون بأكثر من قيمة منازلهم يهجرونها بالفعل. وبسبب التثمين المتضخم، وفى بعض الحالات الطلبات المزورة، أصبح هذا شائعًا.

بينما كانت موديز تتخبط فى طريق حسابات الرهون العقارية الجديدة، قضت أزمة الرهون العقارية عالية المخاطر على أول ضحاياها الكبيرة فى وول ستريت. وفى عام ٢٠٠٤، كانت بير ستيرنز قد أنشأت صندوق تحوط لجذب الأنواع عالية القيمة

الصافية التى تريد، كما هو الحال غالبًا مع مثل هذه الأنواع، عائدات أعلى من السوق. واستثمر الصندوق فى الأوراق المالية لالتزامات الدين المكفولة بضمان، وحصلت على الكثير من محفظتها المالية من كريستوفر ريكاردى فى ميريل لينش. وفى العامين التاليين، ازدهر الصندوق. وكانت النتائج جيدة لدرجة أنه فى أغسطس آب، من عام ٢٠٠٦ - فى ذروة سوق الإسكان نفسها - دشنت بير صندوقًا ثانيًا. واشترى الصندوقان، مجتمعين، نحو ٢٠ مليار دولار فى صورة استثمارات[١٥٤].

ما كان يميز صناديق بير هو، أولا، أن استثمارها انحصر تقريبًا فى الأوراق المالية للرهون العقارية، وثانيًا، أنها كانت تفعل ذلك فى الهامش(*). وفى ربيع عام ٢٠٠٧، فى الوقت الذى بدأت فيه أوراقها المالية فى الهبوط، طالب مستثمرو الصناديق بأموالهم. وردت بير بتجميد طلبات الاستعادة. وفى المقابل، طالب دائنو الصندوقين - جيه. بى. مورجان تشيس وسيتى جروب وميريل لينش - بضمان إضافى. (كانت دلالة على الزمن الذى لم تكن فيه بير مستعدة لليوم الذى قد تصر فيه ميريل، التى زودتها بحماس بالأوراق المالية لالتزامات الدين المكفولة بضمان، على السداد.) وتعهدت بير اليائسة ببضعة مليارات فى الدولارت فى محاولة للإنقاذ. لكن خسائر صندوقى التحوط تصاعدت، فمحت القيمة العقارية للمستثمرين (وأعلن الصندوقان إفلاسهما فى نهاية المطاف).

وخسر الصندوقان، فى الأساس، قيمتهما الصافية كليةً - ١,٥ مليار دولار تقريبًا - لأن المدراء أُجبروا على التصفية. فالأصول لم تكن تساوى ببساطة القيمة المعلنة. وكانت هذه أنباء مزعجة. ومع الأخذ فى الاعتبار أن معظم المؤسسات المالية فى البلاد كانت تراكم الأنواع نفسها من الأصول، لم يكن من المرجح أن يقتصر الضرر على زوجين من صناديق التحوط. ومنذ عام ٢٠٠٠، طُرح ما قيمته ١,٨ تريليون دولار

(*) هى طريقة يمول فيها الوسيط جزءًا من سعر شراء الزبون للورقة المالية والباقى يدفعه الزبون وتبقى الورقة مع الوسيط ضمانا. (المترجم)

فى صورة أوراق مالية مدعومة برهون عالية المخاطر، وبدأ المستثمرون يدركون أن القيمة الفعلية لهذه الأوراق المالية - نفس الأوراق التى لم يكن لها سقف نهائى فيما يبدو - ربما لم يكن لها قرار فى الهبوط[١٥٥].

بينما كان صندوقا بير ينفثئ ، زار جى. كريستوفر فلاورز، رئيس شركة صغيرة ذات رأسمال جيد للأسهم الخاصة تحمل اسمه، آلان شوارتز، رئيس بير. وكان من طبع فلاورز، وهو شريك سابق فى جولدمان، أن يظهر فى المنعطفات الحاسمة فى وول ستريت. كان ذكيًا بشكل غير عادى ومتعجرفًا قليلا، وهو مزيج كان يميل لأن يأخذ بألباب نظرائه وأيضًا المستثمرين المحتملين. وقال فلاورز لشوارتز: "لدينا القليل من النصائح لك... نعتقد أن ما يتعين عليك فعله هو أن تجمع كل ما تستطيعه من الأسهم". لا مدير يريد أن يبيع أسهمًا عندما تنزل الأسهم عن قمتها، وبير هبطت من ١٧٠ دولارًا فى يناير كانون الثانى ذاك، إلى أقل من ١٤٠ دولارًا. وكان فلاورز يعرف هذا. لكن رأس المال شيء عجيب. ومضى فلاورز يقول: "لا تعتقد أنك سوف تحتاجه... لكن هذه مشكلة كما لو أنها لن تُحل قريبًا. وإذا انتظرت حتى تحتاجه، فلن تستطع الحصول عليه" [١٥٦]. وارتبكت بير. كان لديها قيمة صافية مدققة حسابيًا، وأيضًا قيمة سوقية للأسهم بعشرات المليارات من الدولارات - الكثير منها يضاعف قيمة صندوقى التحوط. لم يدر ببال بير أن أصول رهونها العقارية مشبوهة على نحو مماثل وأنها - مثل صندوقى التحوط سيئا الطالع - سوف تكون هشة أيضًا إذا أُجبرت على البيع.

كان منافسو بير غافلين أيضًا فيما يبدو. أدى انفصال بين كبار المديرين والمتعاملين فى الخط الأمامى إلى عدم فهم وول ستريت. وتباهى أونيل، الذى كان لا يزال مكفوفًا عن رؤية تصاعد وضع ميريل فى التزامات الدين المكفولة بضمان، فى نشرة صحفية فى منتصف مايو آيار، أن ميريل كانت "تبلى بلاءً حسنًا للغاية." [١٥٧]. ورغم أن أسعار سندات الرهون العقارية كانت تنزلق، طمأن تجار ميريل أونيل أن الأسعار المعلنة "خاطئة" وسوف تعاود الارتفاع قريبًا.

وكان ليمان لايزال منشغلاً بإصدار الرهون العقارية. وأصبح عدد صغير من مدرائه قلقين، لكن فولد لم يكن راغبًا فى التدخل فى حين الأرباح تتدفق. والمدراء الذين كانوا يشعرون بغير ذلك وجدوا أنه لا يمكن أبدًا مفاتحته. وتزايد عدم مبالاة الرئيس ولم ينصت للمنتقدين. فقد قضى وقته خارج الشركة، مخالطًا صفوة المصرفيين مثل هنرى كرافيس. وداخل ليمان، تحلى بسيماء ملكية. فقد تحيز، لسنوات، لأقرانه من التجار، وهم العمود الفقرى للشركة، ضد المصرفيين من الطبقة الأعلى. لكن الآن، مع استمرائه الراحة فى عليائه من الطابق الحادى والثلاثين، بمنظره الرائع المطل على نهر هدسون، أصبح فولد ينتسب للمصرفيين ويمطرهم بالعلاوات الملكية(*). واختار فولد موظفًا له خبرة إدارية، جوزيف جريجورى، ليكون رئيسًا لليمان، وفى حين كان فولد يسترضى الزبائن، أدار جريجورى عمليات الشركة اليومية. ورغم أن جريجورى كان تاجرًا سابقًا، تمثلت مؤهلاته الرئيسية فى تأييد فولد وحمايته. وإذا كان فولد أكثر ودًا تحت السطح مما كانت توحى به شخصيته المتسلطة، فإن جريجورى كان على العكس: شخص اجتماعى للغاية، لكن بالداخل لديه جوع للسلطة. ولم يكن لديه حساسية رجل الأعمال للمخاطر؛ لم يكن الأمر يهمه فيما يبدو. ونظر جريجورى إلى ليمان باعتبارها آلة نمو يجب أن تدار بكامل سرعتها. وأمر بتوسع بين عشية وضحاها فى السلع واشترى شركة استثمارية تخصصت فى بيع التزامات الدين المكفولة بضمان فى أستراليا. ومضى فى سبيل إصدار المزيد من القروض للشركات المدينة بشدة. وقبل أعوام ليست بالكثيرة، كانت ليمان شركة خاصة تحرس رأس مال شركائها وتتوسط فى الأساس فى صفقات للزبائن. والآن تنشر رأس مالها ولا تكاد تلاحظ فيما يبدو.

(*) فى الجشع والمجد فى وول ستريت، وهو كتاب عن الأيام الأخيرة لليمان باعتبارها شراكة خاصة، فى نهاية ثمانينيات القرن الماضى، كتب كين أوليتا أن فولد "كان غير اجتماعى بشكل متحدٍ تقريبًا تجاه المصرفيين". (المترجم)

رأى كل من جريجورى وفولد فى المعارضين أشخاصًا غير أوفياء. وأثار توتر لكليهما مايكل جيلباند، المخضرم البالغ من العمر ٢٤ عامًا الذى كان يدير قسم الدخل الثابت. وحاول جيلباند أن يكبح تدفق القروض المدعومة برافعة مالية وعارض أيضًا الصفقة الأسترالية. وأخبره جريجورى أنه بحاجة إلى أن يقدم على المزيد من المخاطر، لكن أصبح من الواضح أن ثنائى فولد - جريجورى وجيلباند لديهم رؤى مختلفة للمستقبل. وفى مايو آيار، عام ٢٠٠٧، ترك جيلباند الشركة مجردًا ليمان من أفضل مدافع صريح عن تقليل المخاطر.

وفهم مصرفيون داخل ليمان سريعًا أن المتشككين سوف يُعاقبون، مما يساعد على شرح سبب عدم وجود جدل داخلى عندما اشترى ليمان لاحقًا فى مايو آيار نصف الأسهم فى شركة أركستون - سميث ترست، التى كانت تمتلك ٣٦٠ مبنى للشقق الفاخرة فى أنحاء البلاد. وارتفع السعر إلى عنان السماء بالغًا ٢٢ مليار دولار - أكثر مما يمكن تبريره مع الأخذ فى الاعتبار معدل إيجار الشقق. وفاز ليمان، الذى عمل لصالح زبون، بهذه الجائزة المشكوك فيها لأنه كان راغبًا فى تقديم ثمانية مليارات دولار أو نحو ذلك فى صورة ديون وملياري دولار أخرى فى صورة جسر قيمة عقارية "مؤقتة" حتى يستطيع العثور على مستثمر دائم[١٥٨]. وكانت هذه الإستراتيجية المميزة لليمان فى معاملات العقارات التجارية - مغامرًا برأس المال على أساس أن السوق سيظل سائلا. وكان مارك والش، الذى أشرف على هذه الاستثمارات، خبيرًا ماليًا ماهرًا، وكان كل صفقة يبرمها تثير شهية فولد وشركائه للصفقة التالية. وزاد حجم الصفقات باطراد. ووصلت القيمة العقارية التى التزم بها ليمان إلى أركستون إلى عشرة فى المئة من رأس المال الذى احتفظت به الشركة فى السنوات المئة والخمسين السابقة من وجودها.

ومع استمرار نجاح والش، لم يفكر أحد فى ليمان أن يوقفه. وفى يونيو حزيران، اشترى ليمان ملكية جزئية فى عشر مبان إدارية - وهذا جدير بالذكر لأن سبب هذا أن البائع كان بلاكستون جروب، وهى شركة أسهم خاصة، اشترتها الخريف الماضى

فحسب كجزء من أغلى عمليات البيع المدعومة برافعة مالية على الإطلاق. وعندما تشترى من بائع دفع سعراً قياسيًا، فالحذر هو كلمة السر، لكن والش انطلق مرة أخرى، مستحوذاً على محفظة من المخازن قدرت قيمتها ١,٨٥ مليار دولار - مع تقديم ليمان مرة أخرى معظم القيمة العقارية [١٥٩].

ولم يلاحظ مبرمو الصفقات فى ليمان، فيما يبدو، فيضان المعلومات المحزنة. ارتفعت نسبة الرهون العقارية عالية المخاطر المتأخرة بشدة فى السداد نقطة أخرى أثناء الربع الثانى، لتصل إلى ٩,٧٥ فى المئة. واستمرت أسعار المنازل فى النزول. وبدأت أسواق الأوراق المالية تعلن الخطر: انخفضت أسعار السندات المدعومة بالرهون العقارية سبعة فى المئة فى شهر[١٦٠]. كانت الأمور تتفاقم.

وفى نهاية يونيو حزيران، عرض رودريجيث رؤيته الانتقادية لجمهور أوسع نطاقًا فى كلمة أمام جمعية المحللين الماليين المعتمدين فى شيكاجو [١٦١]. وقصد بكلمته التى أطلق عليها "غياب الخوف"، تنبيه الأسواق والجهات المنظمة على السواء. وكان رودريجيث قلقًا من الأسعار التى لا تزال مرتفعة للأصول المالية؛ ولم يعوض المستثمرون عن المخاطر الهائلة الملازمة للأوراق المالية للرهون العقارية والسندات الأخرى - وفى المؤسسات التى امتلكتها. وكان قلقًا أيضًا من الافتقار للاهتمام فيما يبدو فى واشنطن. فقبل شهر فحسب، بينما كان برنانكى يخاطب مجموعة فى شيكاجو، علق قائلا: "نعتقد أن تأثير المشكلات فى قطاع الرهون العقارية عالية المخاطر على السوق الأوسع للإسكان سوف يكون محدوداً على الأرجح، ولا نتوقع انتشاراً كبيراً من سوق الرهون العقارية عالية المخاطر إلى باقى الاقتصاد أو إلى النظام المالى". وقبل شهر، وصف بولسون الرهون العقارية عالية المخاطر بأنها قضية تم احتواؤها، مضيفًا "لا أتوقع أن تمثل [الرهون العقارية عالية المخاطر] مشكلة خطيرة"[١٦٢]. ورأى رودريجيث، على الجانب الآخر، أن وول ستريت متورط بشكل جوهرى ومعقد. وأشار إلى أن بنوك أمريكا استثمرت عشرة فى المئة تقريبًا من أصولها (وهى نسبة أكبر بكثير من قيمتها العقارية) فى الأوراق المالية لقروض

التزامات الدين المكفولة بضمان. وحتى فى النصف الأول من عام ٢٠٠٧، تمخض وول ستريت عما يقرب من ١٧٥ مليار دولار من نوع الرهون العقارية لقروض التزامات الدين المكفولة بضمان[١٦٣]. وخلافًا لمعتقد برنانكى، اعتقد رودريجيث أن النظام المالى غارق لأذنيه فى الرهون العقارية عالية المخاطر. وانتاب القلق رودريجيث أيضًا بشأن الإحساس الزائف بالأمن المتخلل السندات الخردة وأسواق الأسهم الخاصة. لكن الأوراق المالية للرهون العقارية كانت "تتقدم الطريق". وانتهى بتحذير للكثيرين الذين كانوا يعولون على القدرة على الخروج فى الوقت الملائم: "نعتقد أن شبكة أمان التصفية هذه يمكن أن تُسحب دون أى إشعار".

فى اليوم التالى نفسه، حدث هذا. انخفضت أسعار سندات الرهون العقارية ثلاثة فى المئة، وعلى امتداد يوليو تموز، واصلت هبوطها. ومؤشر سندات الرهون العقارية الذى بدأ العام عند ١٠٠ دولار، كان يتم التداول فيه عند ٥٢ دولارًا بحلول نهاية الشهر[١٦٤]. وأصبح الطلب على مثل هذه السندات فجأة صفرًا؛ فأى بنك كان لديه أوراق مالية للرهون العقارية أصبحت لديه للأبد. وأُغلق بإحكام باب سوق توريق الرهون العقارية.

وفى اجتماع مجلس إدارة ميريل لينش فى يوليو تموز، طلب أونيل تقديم عرض بشأن انكشاف الشركة على الرهون العقارية عالية المخاطر. وكشف اثنان من كبار المصرفيين أن ميريل كان لديها التزامات دين مكفولة بضمان بقيمة ٤٨ مليار دولار. ومهما يكن من أمر ما كان يعلمه، أو يتخيله، من قبل، سمع أونيل أخيرًا الحقيقة. فبالإضافة إلى أوراقها المالية فى التزامات الدين المكفولة بضمان، كان لدى ميريل أيضًا المليارات فى ائتمانات أخرى للرهون العقارية عالية المخاطر. وخاطب كيلى، المحامى الذى نفر من فكرة شراء نيو سينشرى، نفسه قائلا: "انتهى الأمر". وذُهل أونيل. وعندما عاد إلى مكتبه، سأل فريق العاملين إذا ما كان بوسع ميريل أن تحوط مكانتها. والإجابة: فات الميعاد. وماذا عن بيع بعض من التزاماتها الدين المكفولة بضمان. والإجابة: السوق "متخم". ومن فضائل أونيل أنه كان يعرف متى لا تستحق

القضية القتال من أجلها. واستدعى، عبر وسيط، كين لويس، كبير المديرين التنفيذيين لبنك أوف أمريكا، مستفسرًا إذا ما كان لويس راغبًا فى اندماج.

واجتمع مجلس إدارة فانى ماى فى هذا الشهر أيضًا. كان دانيل مود أكثر تفاؤلاً، بل أعلن أن فانى قد تدعم المزيد من المخاطر الائتمانية. واحتج دالافيتشيا، مدير إدارة المخاطر، غاضبًا، فى رسالة بالبريد الإلكترونى سبقت الاجتماع، قال فيها إن ميزانيته قُلصت حتى مع تصاعد المخاطر. وبعد أن فقد أعصابه بسبب ما زعم أنه عدم كفاية ضوابط المخاطر فى فانى، قال لكبير المديرين التنفيذيين: "هل أبدو أحمق للغاية؟" (١٦٥).

وجاءت لحظة إياب ليمان إلى الله فى وقت لاحق، فى يوليو تموز. واجتمع كبار المدراء فى المنزل المترامى الأطراف لفولد فى صن فالى من أجل عملية فحص إستراتيجية. وفجاة بدأت تتضرر أسعار أسهمهم. ومع انزلاق أسعار الأسهم، اكفهر الجو فى منزل فولد. وعرف المدراء أنه سيتعين عليهم أن يقلصوا وحدتهم من الرهون العقارية - وهو ما نُصح به فولد ورفض فعله قبل ستة أشهر.

وترنح كبار رجال الرهون العقارية واحدًا تلو الآخر. وعلى مدار الصيف، خفضت موديز تصنيفها لما يقرب من ألف ورقة مالية للرهون العقارية بقيمة ٢٥ مليار دولار. وحذت ستاندرد آند بورز وفيتش حذوها. وكان خفض التصنيف مضحكًا نوعًا ما لأن السوق لم تعد تؤمن بالتصنيف؛ فالسندات هبطت بصرف النظر عما قالته الوكالات بشأن قيمتها. لكن توقف نشاط التوريق تأثيرات خطيرة على سوق الرهون العقارية. ففى ذاك الوقت، لم يعد وول ستريت نهمًا للقروض، ولم يكن لدى المصرفيين فى الشارع التجارى خيار سوى تشديد معاييرهم للإقراض. وبعد سبع سنوات من الائتمان السهل، كانت نافذة أموال الرهون العقارية تغلق.

وكشف تقرير كانترى وايد للربع الثانى، صدر فى يوليو تموز، عن الارتفاع الشديد فى التأخر عن السداد. كان عشرة فى المئة من قروضها للرهون العقارية عالية

المخاطر متأخرة ثلاثة أشهر، وتأخرت نسبة مذهلة بلغت ٢٠ في المئة، شهراً واحداً على الأقل. ومما أنذر بالشؤم، أنها اعترفت بأنها صنفت من قبل بعض القروض بأنها "ممتازة" في حين لو صنفتها بقية الصناعة لاعتبرتها عالية المخاطر - وهو انتهاك محتمل للأوراق المالية. ولوضع الأمور في نصابها "أعادت" كانتريوايد "تعديل" معاييرها للاكتتاب - معيدة إياها إلى المسؤولية. حتى لو لم يقل موزيلو هذا، كان من الواضح أن الجرعة المفاجئة من التدين التي تعاطتها وكالات التصنيف، قد وصلت إليه. وإذا لم تعد موديز تبارك الأوراق المالية الخردة، فلم تعد كانتريوايد تستطيع إنتاج الرهون العقارية الخردة (١٦٦).

ومع ذبول السوق، أعلنت شركة أمريكان هوم موركيج، عاشر أكبر مقرض في البلاد، في الثاني من أغسطس آب، إنها ستقيل ستة آلاف موظف. وبعد أربعة أيام تقدمت بإعلان الإفلاس. وفي الثالث من أغسطس آب، قال كبير المسؤولين الماليين في بير ستيرنز التي هبطت أسهمها بشدة إن أسواق الائتمان أكثر صرامة من أي وقت منذ عشرين عاماً. وهبط مؤشر داو ٣٠٠ نقطة، وأخذ جيم كرامر، التاجر في صناديق التحوط الذي تحول إلى شخصية تليفزيونية، يصيح في سي. إن. بي. سي.، متوسلا من أجل تقليص معدل الفائدة، وصارخًا بأن الاحتياط الاتحادي نائم. وصاح كرامر قائلا، في إحراج واضح لمعد البرنامج المساعد: "لدينا معركة أرمجدون(*) ... برنانكي أكاديمي... ولا يدري مدى السوء هنا!"

وبعد ذلك بأربعة أيام، وبرئاسة برنانكي، عقدت اللجنة الاتحادية للسوق المفتوح (إف. أو. إم. سي) اجتماعًا مقررًا. ورغم الفوضى في الأسواق، صوت الأعضاء على بقاء سعر الفائدة ثابتًا عند ٥,٢٥ في المئة. ودار الجدل الحقيقي حول ما يتعين قوله في بيان اللجنة. وتمثل موقف الاحتياط الاتحادي في الآونة الأخيرة (كما

(*) هي المعركة الفاصلة بحسب المفهوم التوراتي بين الخير والشر أو بين الله والشيطان وبعدها ينتهي العالم. (المترجم)

هو متعارف عليه عندما يكون الاقتصاد فى حالة نمو) فى أن التضخم هو أعظم مخاطرة. وأراد بعض الأعضاء أن يقولوا إنهم اعتبروا الآن أن تباطؤًا اقتصاديًا سيكون مشكلة محتملة أكبر. وهذا يشير إلى أن الاحتياط الاتحادى، كان قلقًا بشأن أزمة الرهون العقارية ومستعدا للتدخل. وأصر برنانكى على أن التضخم مازال مصدر قلق أكبر، وانتصر. ونشرت اللجنة بيانًا مقتضبًا لم تقر فيه إلا بأن الأسواق المالية "هشة"، وأن "تصحيح" الإسكان "يجرى" – وهو وصف مخفف للاضطراب فى الآونة الأخيرة(١٦٧). ما لم يكن قابلا للجدل هو أن الاحتياط الاتحادى بزعامة برنانكى لم ير أزمة.

وبعد ذلك بيومين، فى التاسع من أغسطس آب، عام ٢٠٠٧، اضطر أكبر بنوك فرنسا، بى. إن. بى. باريبا لتجميد ثلاثة صنايق استثمارية تمتلك أوراقًا مالية لالتزامات الدين المكفولة بضمان لها صلة برهون عقارية أمريكية. وذكر البنك أن هناك "تبخر كامل للسيولة"(١٦٨). ومع وصول الاتجار فى سندات الرهون العقارية إلى التوقف التام، افتقرت البنوك الأوروبيـة إلى النقد. واضطر البنك المركزى الأوروبى إلى فتح الصنبور– أى، إقراض أموال غير محدودة للبنوك فى القارة. وعندما استيقظ برنانكى فى الولايات المتحدة، تلاشى الوهم السار الذى يقول إن الرهون العقارية عالية المخاطر مشكلة تم احتواؤها. وألغى رئيس الاحتياط الاتحادى خططًا لقضاء عطلة فى ميرتل بيتش، فى جنوب كاليفورنيا، واجتمع مع المستشارين فى واشنطن ونيويورك. فى الثالثة والخمسين، ويواجه أخيرًا انفثاء ماليًا من النوع الذى طالما كتب عنه.

وسعى برنانكى، الذى لم يكن يمتلك خبرة الاحتكاك بالسوق، للحصول بسرعة على مواد تعليمية من مسؤولين اثنين من الاحتياط الاتحادى وهو ما فعلاه: وهما كيفين وارش، محافظ الاحتياط الاتحادى، ووليام دودلى، رئيس أسواق نيويورك. واستشار دونالد كوهن، نائب رئيس الاحتياط الاتحادى والمصرفى المخضرم البالغ من العمر ٣٢ عامًا فى البنك المركزى. لكن العميل الرئيسى لبرنانكى فى وول ستريت كان جايتنر،

رئيس الاحتياط الاتحادى فى نيويورك. جمع جايتنر بين الذكاء الحاد والفراسة التقليدية. ونشأ إلى حد كبير فى اليابان، وتبع والده الذى عمل فى الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية ومؤسسة فورد، إلى دارتماوث. تزوج زميلته فى الدراسة واختار مستقبلا مهنيا فى الخدمة العامة تقدم فيها سريعًا(١٦٩). وبعد عدد من الوظائف منخفضة الدرجة فى وزارة الخزانة، انتقاه لارى سامرز، الذى كان فى ذاك الوقت وكيلا للوزارة للشؤون الدولية، ليكن مساعده الخاص مما حفز مستقبله المهنى. وبحلول عام ٢٠٠٧، كان جايتنر قد عاش عدداً من الأزمات الاقتصادية عابرة الحدود. وفى هذا الوقت أيضًا، كانت الأسهم تنخفض على جانبى الأطلسى. وفى الولايات المتحدة، رغم أن معدل الفائدة على أموال الاحتياط الاتحادى كان ٥,٢٥ فى المئة رسميًا، كانت البنوك تدفع ما يصل إلى ستة فى المئة فى التعاملات التى تتم ليلاً. وهذا دلالة على أن البنوك كانت ترفض الإقراض للبنوك – وهى علامة تدل على الكساد. وضخ الاحتياط الاتحادى ٣٨ مليار دولار فى صورة قروض فى الأسواق، فى حين فى أوروبا، حيث يثور هناك ذعر مشابه، ضخ البنك المركزى الأوروبى مبالغ أكبر من المال.

وأصاب شبح البنوك الأمريكية والفرنسية، والآن الألمانية، التى ترصد مشاكل فى الرهون العقارية عالية المخاطر، الأسواق بالإرهاب. وتوقف ببساطة التداول فى أصول الرهون العقارية. ودعا الوزير بولسون، أونيل كى يستعين برأيه فى الأزمة، وقال رئيس ميريل بكآبة: "إننى بوغت. الإقراض الآمن بين البنوك فشل". واعتقد أونيل أن الأسواق ساكنة بشكل مخيف؛ وذكرته بالوجود على متن قارب فى بحيرة ميشيجان عندما تهدأ الريح. وطالب نظراؤه فى وول ستريت – وكان جميعهم من المدافعين عن الأسواق الحرة– فجأة بالمساعدة من واشنطن. واضطرت الحكومة أن تفعل شيئًا. وهذا مافعله برنانكى، بعد مرور أسبوع على الأزمة. وقررت اللجنة الاتحادية للسوق المفتوحة، فى اجتماع بالهاتف، أن تقلص معدل الفائدة عند "إدارة الخصم" للاحتياط الاتحادى للإقراض للبنوك. وأطالت أيضًا أمد مثل هذه القروض. وتمثلت الفكرة، المبتكرة فى تفاصيلها، فى أن تيسر على البنوك الاقتراض مباشرة من الاحتياط الاتحادى، وأن تمنع، من ثم، مشكلات بنوك بعينها من إصابة النظام بالعدوى.

وفى وقت لاحق فى أغسطس آب، عقد برنانكى مجلس حرب من زملائه فى الاحتياط الاتحادى فى جاكسون هول، بولاية وايومينج، عند سفوح جبال جراند تيتونز. واجتمعوا فى غرفة مؤتمرات فى فندق جاكسون ليك لوديج، ووافق المصرفيون المجتمعون على أنهم يواجهون "أزمة سيولة": فالبنوك كانت تجمع رأسمالها بدلا من إقراضه(١٧٠). وإذا استمرت هذه الظروف، لن يحصل الزبائن والأنشطة الاقتصادية على الائتمان الذى يحتاجونه. واستقر المسؤولون على نهج ثنائى الشُّعب. أولا، سوف يبدأون فى خفض معدل الفائدة فى سبتمبر أيلول - فى الموعد نفسه الذى توقعه رودريجيث. ثانيًا، سوف يتحلون بإبداعية أكبر فى توسيع القروض للبنوك المتعثرة. وتاريخيًا، لعب الاحتياط الاتحادى دور مقرض الملاذ الأخير للمؤسسات المتعثرة. وأراد برنانكى أن يفعل المزيد. وأحد الأشياء التى كان قد تعلمها من الكساد الكبير، وفى أعوامه المبكرة بخاصة، هو أن عدم فعل شىء لا يجدى. فإذا كان هناك حريق، سيكون برنانكى رجل الإطفاء.

ويفترض تشخيص وجود مشكلة "سيولة"، بالطبع، أن البنوك مازالت قادرة على السداد. لم تكن المسألة فى إذا ما كان لديها ما يكفى من رأس المال، لكن إذا ما كانت ستقرض ما لديها. لم يكن مصرفى بارز فى جيه. بى. مورجان متأكدًا للغاية. كل يوم، كانت مؤسسة مختلفة تقر بمشكلة. وكشفت كانترى وايد أن تمويلها كان يتعرض لخطر؛ ثم فى حالة هلع، زار مديران كبيران من بير ستيرنز، مورجان، وكادا أن يستجديا الدعم. وقال مصرفى من مورجان "كان الأمر مثل مشاهدة الفشار... فانت لا تعرف أينّ ستحدث الفرقعة التالية". وسجل شهر أغسطس آب رقمًا قياسيًا فى حبس الرهون العقارية. ومع كل حبس إضافى لرهن، لم يكن يتم انتزاع الملكية من أسرة فحسب وتشويه حى، بل كانت مجموعة من السندات تعانى أيضًا - بعض التزامات الدين المكفولة بضمان التى استحوذ عليها بنك استثمارى تقل قيمتها، وتهبط مكانة رأس مال البنك. ماذا لو كانت المشكلة ليست مجرد السيولة؟ ماذا لو أدت خسائر الرهون العقارية المتصاعدة إلى عجز هائل عن السداد؟ كان أونيل قلقًا، من أى من الاحتمالات. وقرر فجأة أنه قد حان الوقت ليبيع ميريل لينش.

الفصل الثامن

دور سيتى

عندما تتوقف الموسيقى، فيما يتعلق بالسيولة، سوف تتعقد الأمور. لكن مادامت الموسيقى تعزف، يتعين علينا أن نقف لنرقص. ومازلنا نرقص.

تشوك برينس، كبير المديرين التنفيذيين لسيتى جروب، مقابلة مع فايننشيال تايمز، يوليو تموز، من عام ٢٠٠٧.

كان لدى ستان أونيل متقدم بطلب متلهف. كان كين لويس، كبير المديرين التنفيذيين لبنك أوف أمريكا، راغبًا فى الاستحواذ على ميريل لينش منذ سنوات. وكان بنك أوف أمريكا يفتقر إلى علامة تجارية من الدرجة الأولى فى وول ستريت، وكان لويس، مثل أونيل، من الجنوب ودخيل على نحو ما على الصفوة المالية، يريد بشدة مدخلا إلى النادى. ويتمم البنك الاستثمارى لميريل بنك التجارة والتجزئة التابع لبنك أوف أمريكا، وفكرة الاندماج أثارته بوضوح. وحفز أونيل عمليات التضافر والانتهازية نفسها أيضًا. وابتلاه القدر بميزانية مثقلة بالتزامات الدين المكفولة بضمان، وكان راغبًا فى البيع عند الوصول إلى السعر الملائم.

وبعد الاجتماع مع لويس فى أغسطس آب، من عام ٢٠٠٧، اعتقد أونيل أن بوسعه الحصول على ٩٠ نقطة للسهم فى عملية الاندماج - بأعلى ٢٠ نقطة فوق السعر الحالى لأسهم ميريل. ولكن كان يتعين أن يبيع الصفقة إلى مجلس إدارته. ويمكن أن

يصبح هذا إشكالية. وكان جيل كير كونواى، المدير البارز لفترة طويلة والرئيس السابق لسميث كوليدج، من المعجبين بأونيل. لكن كونواى كان قد استقال من مجلس الإدارة فى أبريل نيسان السابق، وكان ألبرتو كريبور، المدير البارز الجديد وهو مصرفى للأسهم الخاصة، أكثر استعداداً بكثير لأن يتحدى أونيل. وعندما أبلغه أونيل بحديثة مع بنك أوف أمريكا، أجاب كريبور أن ميريل لينش "ماركة تجارية أيقونية" ويجب ألا يبيعونها. ولم يعتقد أونيل أن محنة ميريل كانت ملحة (أثناء أغسطس آب، وسبتمبر أيلول، فى حين كانت أسواق الائتمان فى حالة اضطراب، استطاع أن يلعب ٢٠ جولة من الجولف). أيضًا، لم تكن الكيمياء الشخصية بينه وبين لويس سهلة. وعلق أونيل مؤقتًا خطط الاندماج.

وأثناء خريف عام ٢٠٠٧، كانت الأزمة قد هدأت، فيما يبدو، فأفسحت الطريق للمشكلات التى كان من الممكن على الأقل إداراتها. وأوفى برنانكى بعزمه على تخفيض أسعار الفائدة، وبدأ المصرفيون يعتقدون أنهم سوف يخوضون الطريق. وتعزز سوق الأسهم فى سبتمبر أيلول، وبحلول بداية أكتوبر تشرين الأول، سجل مؤشر داو جونز رقمًا قياسيًا جديداً ما يزيد قليلاً على ١٤ ألف نقطة. ومن الصحيح أن معدل التأخر فى سداد الرهون العقارية كان يتزايد بشكل أسرع. وأصبح الآن أكثر من ١١ فى المئة من قروض الرهون العقارية عالية المخاطر متأخرة بشدة فى السداد- وهو رقم مزعج، مرتفعًا بنسبة اثنين فى المئة عن الربيع. وحتى معدل التأخر عن السداد وسط القروض عالية الجدارة الائتمانية كان يرتفع. وكان وول ستريت لا يزال هلوعًا وأصبح تفاؤله مشوبًا بالحذر. لكن الشارع التجارى كان مفعمًا بالحركة - الاقتصاد يتوسع، وإجمالى الوظائف يتصاعد، وانخفضت نسبة البطالة إلى نسبة ضئيلة بلغت ٤,٤ فى المئة. وفيما يشير إلى أزمنة التفاؤل المستقر، استحوذت بلاكستون جروب على فنادق هيلتون مقابل ٢٦ مليار دولار. ومثلما تمت عملية الاستحواذ برافعة مالية قيمتها ٧,٤ مليار دولار لكرايسلر فى أغسطس آب، كان إجراء واثقًا وغير مبال تقريبًا، وصفقة سجلت رقمًا قياسيًا واعتمد نجاحها كلية على بقاء الاقتصاد قويًا.

وكانت صفقة ليمان الخاصة بأركستون التى وُقعت فى الربيع الماضى، صفقة أخرى فى سلسلة عمليات الاستحواذ المتفائلة. وكان من المقرر أن تتم صفقة العقارات البالغ قيمتها ٢٢ مليار دولار فى أكتوبر تشرين الأول، لكن مع الأخذ فى الاعتبار الخلخلة فى أسواق الائتمان، كان هناك إشاعات بأن ليمان سوف تنسحب. وقبل أغسطس آب، استطاعت ليمان أن تقترض بحرية، بأسعار فائدة تنافسية، فى كل سوق. والآن، أصبحت أقل قدرة على التعهد بتقديم أصول - والرهون العقارية بخاصة - للتمويل. وكان مساعدو فولد يراقبون بعناية مستويات النقد للشركة. وعلى مدار فترة امتدت شهوراً، أغلقوا أيضًا وحدة الشركة للرهون العقارية عالية المخاطر، وأقالوا ٢٥٠٠ موظف مشتغلين بالرهون العقارية.

مع هذا، استمر التفاؤل وسط مصرفيى العقارات المتحمسين فى ليمان. وجادلوا أنه حيث إن الشقق المؤجرة مختلفة عن المنازل التى يسكنهما ممتلكوها، فإن وحدات التأجير فى أركستون ستكون بعيدة عن آثار الرهون العقارية[١٧١]. وأعطى فولد الضوء الأخضر لأركستون؛ وجعلت الصفقة الموازنة تتضخم فى لحظة دقيقة.

وتزايد انكشاف ليمان أمام الرهون العقارية السكنية. مع أن الرهون العقارية عالية المخاطر قد انتهت، ظل ليمان يصدر الرهون العقارية من الفئة إيه البديلة، ومنتجات أخرى من الرهون العقارية. ولأن سوق التوريق أُغلق، فكان كل قرض جديد يُضاف إلى الموازنة - فى انتهاك لمبدأ ليمان الأساسى المتمثل فى أنه يجب أن يظل متمسكًا بالنشاط "المتنقل"، وليس نشاط "التخزين"، أى إنها لن تأخذ الأصول التى لن تستطيع التخلص منها سريعًا. (وقال مصرفى متذكرًا أنبوب الشركة من الرهون العقارية "يتعين علينا إغلاق كل شىء".) لكن الأنبوب ظل مفتوحًا. وكان تهور ليمان ملحوظًا حتى فى واشنطن. كان بولسون، الذى طالما احترم فولد، كان يتابع التقدم فى صفقة أركستون. ولأول مرة تشكك فى حكم صديقه[١٧٢].

كان برناكى وبولسون، كل على حدة، قلقًا بشأن مشكلات أكبر وهى ما يطلق عليه القضايا الشاملة التى قد تؤدى إلى أزمة فى التعامل المصرفى أو التمويل،

بل وتتسبب فى حالة رعب. ولم يكن أى منهما متأكدًا بشأن كيفية الصعود، وكان التنبؤ بمثل هذه الأحداث مستحيلا تقريبًا. وفى عام ١٩٩٨، باغتت الضربتان المتتاليتان للعجز عن سداد ديون روسيا وانهيار صندوق التحوط لونج تيرم كابيتال مانجمنت، الأسواق والوزارات. لكن فى العام التالى، عندما ضخ جرينسبان سيولة فى السوق لتخفيف ضجة الخوف من مشكلة الصفر فى انهيار الكمبيوتر لعام ٢٠٠٠، لم تظهر أزمة.

لكن مازال هناك منطق وراء أن تضرب الأزمات الأسواق المالية. تعمل الأسواق على الائتمان، وعندما يصبح المستثمرون قلقين بشأن انقطاع الائتمان، فإنهم يكونون عرضة لحالة هلع(*). مجرد هلع مستثمر واحد يمكن أن يؤثر على المجموعة. فكل مستثمر يقلق على إذا ما كان الخوف سيكون معديًا، ويفكر تلقائيًا فى اتخاذ إجراء استباقى (البيع مثلا). عاملا الثقة والائتمان يعزز أحدهما الآخر. ولأن الأحداث التى تؤثر على المقترضين، من المؤكد أنها تؤثر على المقرضين، ولأن المؤسسات تقترض وتقرض تزامنيًا مع عدة أطراف، يتمخض الائتمان عن شبكة معقدة يعتمد فيها كل مشارك مالى على الباقين. ومع الأخذ فى الاعتبار، إن مجرد مصدر مفرد للسندات قد يكون له آلاف المقرضين، فاحتمال سلسلة رد فعل الهلع واضح. والمقرضون لا يخافون فحسب من المقترض، بل من المقترضين من المقترض - ومن مدى تأثير الهلع فيهم جميعًا. (أسواق الصناعة، على النقيض، أقل تشابكًا بكثير.)

وفر عدد من القضايا فى خريف عام ٢٠٠٧ لبولسون وبرنانكى سببًا للقلق بشأن مخاطر شاملة. وفى سبتمبر أيلول، فشل نورثرن روك، أحد أكبر بنوك الرهون العقارية

(*) فى التقرير السنوى لجيه. بى. مورجان عام ٢٠٠٧، لاحظ جيمى ديمون أن الأزمات الاقتصادية كانت تحدث (تقريبًا) ما بين خمس إلى سبع سنوات، وتحديداً: الكساد الحاد عام ١٩٨٢، وانهيار أسواق الأسهم عام ١٩٨٧، وأزمة الادخار والقروض والعقارات التجارية لعامى ١٩٩٠ و١٩٩١، وانهيار صندوق لونج تيرم كابيتال مانجمنت (عام ١٩٩٨)، وانفجار فقاعة شركات الإنترنت (عام ٢٠٠١). والآن، أزمة الرهون العقارية.

فى إنجلترا، وأُجبر على أن يستفيد من صفقة إنقاذ حكومية؛ فى حين هرع مودعوه إلى سحب أموالهم، فى إعادة للدراما الأصلية للكساد الكبير. وقالت هيئة الإذاعة البريطانية بشكل متفائل نوعًا ما: "البنك لا يفتقر إلى الأصول... لكنها [الأصول] مرتبطة بقروض لملاك المنازل". وأسقطت المحنة نفسها التى وقعت فيها صناديق التحوط التابعة لبير ستيرنز بنكًا بريطانيًا كبيرًا. من هو التالى؟

وقال برنانكى لبولسون إنهما يجب أن يستعدا لليوم الذى قد يصبح فيه نوع ما من التدخل شأنًا أمريكيًا ضروريًا. وبث بولسون الحياة فى هيئة عرفت باسم مجموعة الرئيس للعمل فى الأسواق المالية، وتضم فى الأساس كبار المسؤولين الاقتصاديين فى الحكومة. وبحلول صيف عام ٢٠٠٧، عندما أجبر ٢٠٠ ألف من ملاك المنازل على ترك رهونهم كل شهر، ركزت مجموعة الرئيس للعمل فى الأسواق المالية على الرهون العقارية.

وتمثل خوف مجموعة العمل فى أنه عندما يعاد تنظيم الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل، فلن يستطيع الناس تحمل معدل الفائدة الأعلى، بل سيكونون أكثر عجزًا عن السداد. وكانت شايلا بير، رئيسة الشركة الاتحادية لتأمين الودائع وهى وكالة تؤمن ودائع البنوك، أول من اقترح القيام بعلاج شامل. وبينما ركزت الإدارة على مخاطر البنوك، كانت بير، التى عينها بوش وكانت ذات توجه مستقل، قلقة بشأن محنة أصحاب المنازل. واقترحت تجميد معدل الفائدة المطبق على الرهون العقارية المعدلة – وهو علاج يساعد جميع أصحاب الرهون العقارية، وليس فقط المقترضين الأفراد أو البنوك. لربما انتهك تعليق التعديل فى معدل الفائدة الحقوق التعاقدية للبنوك. وأثار هذا الفزع عند بولسون الذى كانت حقوق التعاقد عنده أرض مقدسة. ومع الأخذ فى الاعتبار إيمان الوزير بالأسواق، فإن التدخل الاتحادى قفزة كبيرة للغاية فيما يبدو. وبدأت الإدارة تتحدث، بدلا من ذلك، عن برنامج تستطيع فيه البنوك المفردة أن تعفو طوعًا عن الديون.

وفى وجهة نظر بولسون، كان العنصر الأساسى فى معالجة صناعة الرهون العقارية هو تقييد ترخيص فانى وفريدى وهو ما يتطلب فى النهاية إنشاء جهة تنظيمية أقوى. ومع أن التشريع لفعل هذا كان موجوداً منذ الأزل فى صندوق مشروعات القوانين، كانت العقبات فى الكونجرس مضنية، وحالف بولسون القليل من الحظ. ولم يستطع إقرار مشروع قانون دون بارنى فرانك، الديمقراطى البارز فى لجنة الخدمات المالية فى مجلس النواب، ما لم ينشئ التشريع أيضًا صندوقا لإسكان يسير المنال. ولم يرق الأمر لبولسون، لكنه وافق على مضض على شرط فرانك.

وفى مجلس الشيوخ، أعد التوأمان قائمة بأصدقاء ذوى نفوذ، كانوا حتى هذا التاريخ المتأخر يرون أنه من الممكن تحقيق مكاسب سياسية من تأييد الرهون العقارية عالية المخاطر. وحث السناتور تشارلز شومر، النائب الديمقراطى عن ولاية نيويورك، فانى وفريدى على استثمار ١٠٠ مليار دولار فى قروض "ميسرة". وانتاب بولسون الذعر من احتمال اضطلاع التوأمين بمخاطر إضافية. وأرسل روبرت ستيل، شريكه السابق فى جولدمان ووكيله فى ذاك الوقت فى وزارة الخزانة وأكثر المستشارين ثقة لديه، وديڤيد ناسون، المسؤول الآخر فى وزارة الخزانة، إلى شومر كى يقنعاه بضرورة إضعاف شهية التوأمين للرهون العقارية. وحياهم السناتور بأن طلب منهما: "لماذا لا تستطيعون تقديم المزيد للأمريكيين من أصحاب الدخل المنخفض؟" وعندما شرح ستيل، الذى يعتبر نفسه نفعيًا، أنهم قلقون بشأن جودة الائتمان، قدم شومر استعراضًا تمثل فى تشبيك يديه واتهم المسؤولين بأنهم "مقيدون" أيدولوجيا باليمين المتطرف - وهو ما وجده المسؤولان مهينا جداً. ولم تستطع الخزانة حتى الحصول على موعد مع موظف لدى السناتور كريس دود. وكان دود، رئيس لجنة البنوك المهمة للغاية، متلقيًا لمساهمات كبيرة من فانى وفريدى، وكان على أى حال منشغلا بحملة انتخابية فى ولاية أيوا للمرشح الرئاسى الديمقراطى. ودون الدعم النشط لدود، توقف التشريع. وتولى بولسون الذى كان يشعر بإحباط الأمر بنفسه وحشد الدعم للتوأمين ليعززا موزانتهما من خلال جمع رأس المال. وقاوم كلاهما، مجادلين بأن لديهما كل رأس المال المطلوب.

انشغل بولسون فى ذاك الوقت بانهيار يحدث فى أدوات الاستثمارات المهيكلة. وأنشأت هذه الكيانات الخرقاء، بحسب ما يتذكر المرء، بنوكا استثمارية لتتخلص من أقل أوراقها المالية جاذبية وأقلها شفافية. ومثلت أدوات الاستثمارات المهيكلة إشكالية من وجهات نظر عدة. كانت تمول كلية تقريبًا بالدين، مما يجعلها تجارب فى رافعة مالية خالصة (فعليّا). وبالفعل، كان سبب وجودها هو الالتفاف على قواعد رأس المال التى تقيد الديون. وكانت غير مستقرة ضمنًا لأنها، فى حين استثمرت فى الأوراق المالية طويلة الأمد، مثل سندات الدين المكفولة بضمان، كان تمويلها قصير الأمد. وانتهكت روح، وربما نص، لوائح حبس الرهون العقارية. ومع أن حملة أسهم البنوك لم يُبلغوا بشئ، ظل هناك احتمال حقيقى بأنه إذا فشلت أدوات الاستثمارات المهيكلة باعتبارها كيانات مستقلة، سيتعين على البنوك الراعية أن تعاود المطالبة بحقها فى الاستحقاقات.

وفى نهاية صيف وبداية خريف ٢٠٠٧، أدرك مستثمرون أن أدوات الاستثمارات المهيكلة التى أقرضوها، لديها رهون عقارية وأصول أخرى (ملغزة) وإشكالية. الامبراطور عار الآن، وأدوات الاستثمارات المهيكلة لم تعد تستطيع الإقراض. ومع تواجد حزمة كبيرة بقيمة ٥٠٠ مليار دولار تقريبًا من أدوات الاستثمارات المهيكلة ولا تستطيع أن تصمد دون ائتمان، تفاقمت أزمة تمويل.

وغاص بولسون وستيل عميقًا فى الفوضى، أملا فى عزل الأصول التى تسببت فى المشكلة داخل كل مَركبة استثمارات مهيكلة. وثبت صعوبة تحقيق هذا. وشبه مسؤول من الخزانة هذا بمرض جنون البقر؛ فجزء ما من كل محفظة ملوث وينتشر (أو الخوف من انتشاره) حتى، قائلا فى تناص، "لا يوجد سعر تشترى به الهامبورجر" [١٧٣]. وأمر بولسون معاونيه بأن يضعوا خطة طوارئ؛ قد تشترى الحكومة بموجبها الأصول المتعثرة من بنوك أو –فى خطوة جذرية بشكل مخيف – تستثمر فيها مباشرةً. وأطلقوا عليها خطة "كسر الزجاج"، لا يتم العمل بها إلا فى أكثر الأزمات حرجًا.

ما فاقم المشكلة هو أن أدوات الاستثمارات المهيكلة تمول نفسها ببيع الأوراق المالية قصيرة الأمد التى تعرف باسم أنا مدين لك ("ورقة تجارية" بلغة وول ستريت)، فى الغالب لصناديق أسواق المال. وكان يملك صناديق المال التى اعتبرت أقل الاستثمارات خطورة، ملايين المدخرين العاديين. وبعبارة أخرى، احتال المهندسون الماليون بربط الآباء والأمهات الباحثين عن الأمان بمرض جنون البقر فى العالم المالى - وهى الخامة نفسها التى تُصنع منها الأزمات الشاملة.

ومع هبوط قيمة ورقة أدوات الاستثمارات المهيكلة، تعرضت صناديق أسواق المال نفسها للخطر. وكان ما يقرب من ١٢ شركة على حافة "الانخفاض عن الدولار" - وهذا يعنى أن القيمة الصافية للأصل فى هذه الصناديق على وشك الهبوط لأدنى من القيمة الاسمية التى زعم المستثمرون أنها مضمونة.

ولم يعد أمام رعاة الصناديق إلا القليل من الخيارات: إما أن يعوضوا الخسائر، أو أن مستثمريهم سوف يفقدون المال ويبيعون على الأرجح، مما يخلق أزمة سيولة وسط صناديق المال وربما حالة ذعر شاملة. وتفادى رعاة الصناديق، مؤقتًا على الأقل، حالة ذعر بالمساهمة برأس مال لصالح السند لتجاوز الخسائر (لم يعرف قط معظم المستثمرين مدى اقترابهم من التلف). وأنفق بعض الرعاة، مثل واتشوفيا، مئات الملايين من الدولارات لدعم صناديقهم.

ومع أن صناديق المال كانت فى ذاك الوقت آمنة، كان التقاعس عن إخبار المستثمرين، فيما عدا سطور صغيرة الحروف يصعب قراءتها، فشلاً كبيرًا، تهاونت فيه لجنة البورصة والأوراق المالية بشكل غريب. ولو حدث كشف أكمل، لكان وول ستريت قد أدرك حقيقة واقعية: النظام المالى تفادى رصاصة. ولو أدرك المستثمرون كيف أنهم تفادوا الخطر بفارق ضئيل للغاية، لكان السوق قد أجبر وول ستريت على الإمساك بعنان المخاطر والبدء فى جمع رأس المال.

بالإضافة إلى هذا، لم يحل إنقاذ صناديق المال المشكلة التى مازالت متقيحة لأدوات الاستثمارات المهيكلة. وحاول بولسون الدعوة لإقامة "صندوق ممتاز" للصناعة

– وهو فى الأساس، صندوق إنقاذ مشترك تقيمه البنوك التجارية الكبيرة. وفى أكتوبر تشرين الأول من عام ٢٠٠٧، ذكرت وول ستريت جورنال، فى نشر أخاذ "وضع الصندوق الجديد لتفادى ما ترى فيه سيتى جروب وآخرون تهديداً للأسواق المالية على امتداد العالم"[١٧٤]. وثبتت صعوبة إقامة الصندوق الممتاز، ويرجع هذا فى جانب منه إلى أن الأصول محل النظر كانت شيطانية التعقيد، لكن لأن جيمى ديمون، كبير المديرين التنفيذيين لجيه. بى. مورجان، قاوم. وكان انكشاف مورجان على أدوات الاستثمارات المهيكلة ضئيلا، وكانت رغبتها فى العناية بمشكلات البنوك الأخرى ضئيلة. (وفى خطابه لحملة الأسهم فى نهاية العام، أشار ديمون إلى أن "أدوات الاستثمارات المهيكلة لا تخدم غرضاً اقتصادياً" [١٧٥]؛ ربما قصد غرضاً سليماً). ومع انتشار فوضى أدوات الاستثمارات المهيكلة، ثبت أن القوة النسبية لمورجان نعمة. وكان الزبائن الذين فضلوا التعامل مع بنك أقوى، يحولون مليارات الدولارات إليه. وتزايد وضوح أن فكرة الصندوق الممتاز مقدر عليها الفشل. ومن ثم، وقعت مسؤولية تطهير أدوات الاستثمارات المهيكلة على البنوك التى رعتها. وكانت سيتى جروب أكبرها بفارق كبير، واضطرت المجموعة فى نهاية العام إلى إدراج ٤٩ مليار دولار من أصول أدوات الاستثمارات المهيكلة إلى ميزانيتها، وتقديم التمويل الضرورى.

وعندما اجتمع مجلس إدارة مجموعة سيتى فى أكتوبر تشرين الأول، كان المدراء قلقين بالفعل من محفظة البنك من التزامات الدين المكفولة بضمان. وكان التجار قد طمأنوا تشوك برينس، كبير المديرين التنفيذيين، فى سبتمبر أيلول، أن البنك غير معرض لخسائر كبيرة، لكن الضربات التى أصابت محفظته المالية من الرهون العقارية فى الآونة الأخيرة عصفت بهذه الطمأنينة. الشك كان يدور حول حجم الخسارة فحسب [١٧٦]. وفى اجتماع مجلس الإدارة، كشف برينس عن سر تمثل فى أنه بالإضافة إلى التزامات الدين المكفولة بضمان، فإن سيتى هو أكبر راع لأدوات الاستثمارات المهيكلة فى البلاد. وحاول كبير مسؤوليه الماليين أن يشرح لمجلس الإدارة تفاصيل عن أدوات الاستثمارات المهيكلة وكيف تورط سيتى فى الأمر. وواجهه المدراء

بحملقة بلهاء. وبعد فشله في إعداد مجلس إدارته، أو تقديم معلومات بشكل مناسب لهم، أصبح برينس يقف على أرض مهتزة.

وعندما سجل سيتى بنك أرباحًا منخفضة للغاية – بانخفاض يعادل ٦٠ فى المئة – استيقظ وول ستريت على حقيقة أن البنك يواجه مشكلة خطيرة. لكن برينس لم يبد أية بادرة على أنه فهم خطورة موقفه. فأثناء مؤتمر بالهاتف فى منتصف أكتوبر تشرين الأول مع محللين من وول ستريت، دعا ميشيل مايو، من دويتشه بنك، بجرأة إلى تغيير فى القمة:

قال تشوك [برينس]: إن لا مبررات فى هذا العام. أنتم أيها الرجال تقولون إن النتائج محبطة. فما رجع الصدى على مستوى مكتب الرئيس؟

وأصر برينس، فى إنكار فيما يبدو، على أن البنك يسير على الدرب الصحيح.

وأضاف: حسنا مايك.... إذا نظرت إلى نتائجنا هذا الربع، فلا أحد يمكن أن تسعده النتائج فى نشاطنا الاقتصادى المتعلق بالدخل الثابت أو بالنتائج المتعلقة به. لكنى اعتقد أنه إذا استطعت أن تنظر إلى أجزاء أخرى من عملنا، إذا نظرت إلى الخطة الإستراتيجية التى ننفذها، أعتقد أن أى شخص سليم التفكير سوف يقول إن الخطة الإستراتيجية تجدى نفعًا[١٧٧].

وفى تجل مذهل آخر للتفاؤل، زعم بن برنانكى، فى كلمة فى منتصف أكتوبر تشرين الأول، أن "النظام المصرفى سليم". وقال برنانكى هذا فى وقت ظهر فيه عسر شديد فى الشركات المالية (وكانت واشنطن موتشوال أحدث الشركات التى اعترفت باتخاذ احتياطات كبيرة للخسائر فى الرهون العقارية)، والأوراق المالية للرهون العقارية، بعد فترة من الهدوء، هبطت مرة أخرى. وانخرطت وكالات التصنيف أيضًا فى جولات جديدة من خفض التصنيف. وظهر نموذج مؤلم: فكل هدوء فيما يبدو فى عاصفة الرهون العقارية يتبعه اضطراب أسوأ. وفى كلمته، حاول رئيس الاحتياط الاتحادى حسم الأحجية: لماذا لا يتناسب فيما يبدو تأثير كارثة الرهون

العقارية عالية المخاطر مع العدد الصغير نسبيًا من قروض الرهـون العقـارية عالـية المخاطر؟ وخلص إلى أن الرهون العقارية عالية المخاطر "مقداح" أكثر منها سبب. ودفع انهيار الرهون العقارية عالية المخاطر، الذى أشار إليه برنانكى بحذر شديد بأنه "قصة" قادت المستثمرين "لأن يصبحوا أكثر عدم يقين بشأن تقييم سلسلة من منتجات الائتمان المهيكلة المبهمة أو المعقدة، ليس فقط تلك المدعومة بالرهون العقارية عالية المخاطر" (١٧٨).

واصل برنانكى تقليله من قيمة اتساع الرهون العقارية عالية المخاطر والمشكلات المتعلقة بها، وهو ما كان بالتأكيد أكثر من مجرد "مقداح". وكمتخصص فى الاقتصاد الكلى، بل ومتخصص لامع، كان بطيئًا فى تقدير الأخبار الكئيبة التى لا يمكن فهمها إلا بتحليل الاقتصاد الجزئى - أى بتدقيق النظر تحت غطاء بنوك بعينها التى كان الكثير منها فى حال سيئة دون ريب. وتمثل حل برنانكى فى معدلات فائدة أقل، وهو ما فعله مرارًا فى ذاك الخريف. وعالج هذا "السيولة" لكنه لم يعالج حقيقة أن رأس مال البنك يتآكل. وفى غضون أسابيع من إشارة برنانكى إلى النظام المصرفى بأنه سليم، أشار المستثمر رودريجيث، فى خطاب للمستثمرين، أن سيتى جروب يوجد فى موازنتها ١٣٥ مليار دولار من الأوراق المالية المعقدة ذات الطابع المهيكل التى كان صعبًا عليها، ما لم يكن مستحيلا، الحصول على أية قيمة محددة. وكانت القيمة الوحيدة التى يمكن إحصاؤها لمثل هذه الأصول أن يكون بوسع شخص ما أن يقتنع بأن يدفع مقابل لها. وكانت سوق مثل هذا الائتمان ميتًا. وفى أكتوبر تشرين الأول وحده، انخفضت قيمة مؤشر للأوراق المالية للرهون العقارية ٤٣ فى المئة - فى نزيف بلا نظير تقريبًا فى الأسواق فى العصر الحديث (١٧٩). وسجلت كانتريوايد، التى كانت قائدًا على الدوام فى مجال ابتكارات الرهون العقارية عالية المخاطر، أول خسارة ربع سنوية فى ٢٥ عامًا.

وفى الخطاب نفسه لحملة أسهم شركة إف. بى. إيه، الذى كتب فى بداية نوفمبر تشرين الثانى، حذر رودريجيث من أن مشاكل سيتى جروب لها تبعات خطيرة على

الاقتصاد، بسبب "أهميتها فى صناعة الخدمات المالية" (١٨٠). ومع ثقة برنانكى، لم ير رودريجيث أن النظام المصرفى سليم، ولم يعتقد أن يصلح خفض معدل الفائدة الأمر. وانتقل رودريجيث فى الآونة الأخيرة إلى مزرعة مطلة على بحيرة تاهو، حيث استطاع أن يرى، من على منصة خشبية بجوار البحيرة، جبالا مكللة قممها بالثلج. وكان لا يزال يدير صناديق إف. بى. إيه. فى لوس أنجليس، لكنه كان قد انتقل إلى نيفادا فرارًا من الضرائب فى كاليفورنيا (كان تخريب حكومة الولاية من مصادر قلقه الأخرى). وكان شكاكًا بشكل غريزى فى الحكومة، وأحيانًا مغاليًا فى ذلك، لكن رودريجيث كان يتمتع بقدرة نادرة فى توقع المدى الذى يمكن لمشكلات اقتصادية ومالية بعينها أن تتفاقم لتصبح محنة أوسع نطاقًا. وفى خريف عام ٢٠٠٧، كان خوفه الأساسى يتعلق بدورة الائتمان الذى كان أسيرًا فيما يبدو لأسعار الأصول المنخفضة. فلن يقدم أحد قروضًا مقابل أصول أسعارها تتهاوى. وحاول رودريجيث أن يحصن نيو إنكم التابع لشركة إف. بى. إيه، صندوق سنداته؛ وعلى خلاف سيتى، لم يمتلك الصندوق استثمارات فى الائتمان المهيكل الذى يصعب تقييمه، ولم يمتلك أصولا فى الرهون العقارية عالية المخاطر أو التزامات الدين المكفولة بضمان(*). ومن الممكن جدا، أن لا مستثمر، ولا مواطن من أى نوع مهما يكن حذرًا- سوف يهرب من الأضرار الجانبية. فقد كبدت الأوراق المالية للرهون العقارية التى تهبط فى حلقات لولبية البنوك خسائر؛ ومع تآكل رأس المال، كانت قدرتها على الإقراض أقل. ومن ثم، يتقيد الائتمان. وحذر رودريجيث من أنه "على مدار عدة سنوات... حرك النموَّ الاقتصادى الأمريكى نموٌّ ائتمانى مرتفع ونمو فى صناعة الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية". وإذا انكمش الائتمان، فماذا عن الاقتصاد إذن؟ "يقول الكثير من..

(*) من المثير للسخرية، أن كثيرين من حملة الأسهم كانوا غير راضين عن الطابع المحافظ لرودريجيث واستعادوا قيمة أسهمهم. بل كانت استعادة قيمة الأسهم أعلى فى إف. بى. إيه. كابيتال، صندوق الأسهم الذى أداره. وبسبب مخاوف رودريجيث بشأن القطاع المالى، احتفظ بأكثر من ٤٠ فى المئة من أصول الصندوق ليس فى صورة أسهم بل فى صورة نقد. (المترجم)

الخبراء.. أن أسوأ ما في الأزمة الائتمانية قد مَر، وإن عام ٢٠٠٨ سيكون جيداً وكفى. نحن لا نتفق مع هذا!" ومن وجهة نظر رودريجيث، فالمستثمرون الذين اشتروا أوراقًا مالية عانت من خفض متكرر في تصنيفها لن يعودوا إلى هذه الأسواق قريبًا. ولم تستطع البنوك التي كانت تمتلك هذه الأوراق المدعومة بالرهون العقارية في كثير من الحالات أن تبيعها خشية أن تضطر إلى الاعتراف بالخسائر. باختصار، وقف المشترون المحتملون خارج الملعب واختبأ البائعون المحتملون. وكي تعمل الأسواق مرة أخرى "كان يتعين تكبد "ألم إضافي". وتنبأ رودريجيث بأن إتمام "تطهير الأوراق المالية للاستثمارات المسممة" يحتاج ما بين ١٢ إلى ١٨ شهراً على الأقل.

ومع هبوط قيم محافظها، اضطرت البنوك إلى الاعتراف بالخسائر في قروض التزامات الدين المكفولة بضمان وقروض أخرى. وشطبت ميريل مبلغًا مذهلا وصل ٨,٤ مليار دولار - ٢٢ في المئة كاملة من القيمة الصافية للشركة. وفي الوقت نفسه، استعجل أونيل استئناف جهوده لبيع الشركة. وكانت محادثاته السابقة مع بنك أوف أمريكا أقل من مرضية، واستطلع أونيل ومدير بارز في ميريل رأي واتشوفيا، وأيضًا عملاق مالي يتخذ من تشارلوت مقراً. ولأن واتشوفيا لم تكن علامة تجارية معروفة على مستوى البلاد، تصور أونيل أن شركة موحدة قد تحافظ على اسم ميريل - بل ربما يكون مقرها نيويورك. وتقبلت واتشوفيا الأمر. والسعر، ربما في بداية السبعينيات، أدنى مما توقع أونيل خلال الصيف، لكنه رغم ذلك سينقذ القيمة لحملة الأسهم.

واجتمع مجلس إدارة ميريل بعد ذلك ببضعة أيام، في الأحد الأخير من أكتوبر تشرين الأول، في عشاء في فندق سانت ريجيس في مانهاتن. وتلا ذلك اجتماع رسمي يوم الاثنين. وتخيل أونيل أن المدراء سوف يسعدهم أن يسمعوا بشأن مفاتحته لواتشوفيا - مما يقدم لهم، على أقل تقدير، بديلاً حيّا لحسم الأمر بأنفسهم. ورد مجلس الإدارة بفتور. وبرز البرتو كريبيور، المدير البارز، في حين كان يستند إلى الطاولة المرصعة بأدوات المائدة من الصيني الفاخر، ليقول "لا نريد أن ننقل شركتنا إلى

تشارلوت". واحتج أونيل بأن نقل المقر لن يكون ضروريًا. ورغم أن لا شيء غير عادى بأن يستكشف كبير المديرين التنفيذيين إمكانية عملية اندماج النتائج وإبلاغها إلى مجلس الإدارة، لكن كريبيور ضايقه أن أونيل، بعد تحذيره بألا يتابع صفقة مع بنك أوف أمريكا، قد حاك مخططًا آخر. وكان التوتر ملموسًا: امتلأ العشاء بعدم ثقة مكتوم. وسأل المدراء بسخرية عن سبب شدة حرص أونيل على البيع. وقال الرئيس، وهو يقف على أرض هشة، إن الأزمة الحالية ذكرته بأزمة ١٩٩٨، وهى تجربة مؤلمة عانت فيها ميريل خسائر هائلة واضطرت إلى تسريح آلاف الموظفين. وأضاف أونيل أن الاندماج مع بنك تجارى سوف يضع ميريل على أرض أكثر سلامة. وأشار إلى أن البنوك لديها ودائع – وهو مصدر يعتمد عليه بشكل أكبر فى التمويل. كانت هذه نقطة متبصرة، لكنها نقطة لم يقدرها مجلس الإدارة.

وعاودت المجموعة الاجتماع يوم الاثنين فى غرفة اجتماعات مجلس الإدارة فى ميريل فى الدور الثالث والثلاثين المطل على نهر هدسون. كان لدى المدراء المستقلين مستشارهم وهو شركة كرافات، سواين أند مور الراقية، وتحديدًا لتقديم النصح بشأن مقترحات أونيل للاندماج، ولابد أن هذا أرسل بإشارة مقلقة للرئيس التنفيذى. اكتسب الاجتماع الآن سمات المحاكمة، وأونيل فى قفص الاتهام. ولم يكن ما أوقع به هو خسائر ميريل أو عدم اكتراثه بإدارة الشركة، بل إن المصرفى الخجول والمنعزل أعرض، فى وجهة نظر المدراء، عن سلطة مجلس الإدارة، حتى لو كان فى إتباع عملية دمج قد تنقذ بعض القيمة التى فقدوها. وسُمح لأونيل بأن يستقيل؛ لكن الحقيقة الأكبر هى أن مجلس الإدارة أقاله.

واختمرت توترات مشابهة فى سيتى جروب. قبل شهرين، وزعمت المجموعة أنها محصنة ضد ڤيروس الرهون العقارية عالية المخاطر، والآن اعترفت أنها سوف تضطر إلى خفض ما بين ثمانية و ١١ مليار دولار فى الأوراق المالية للرهون العقارية وقروض الشركات فى الربع الرابع – بالإضافة إلى رسوم قيمتها ستة مليارات دولار فى الربع الثالث. وأصدرت ميرديث ويتنى، المحللة فى وول ستريت، تقريرًا لاذعًا أحبط محاولات

برينس للمرواغة من الأنباء السيئة. ورأى ويتنى أن البنك سوف يحتاج إلى جمع ٣٠ مليار دولار من رأس المال الجديد كى يعود إلى الصحة [١٨١]. وبإلقاء الضوء على المرض الأساسى - العجز فى رأس المال - حرضت ويتنى تهافتًا على سحب الأوراق المالية. ولم يطق مجلس الإدارة هذا. وأجبر برينس على الاستقالة فى الرابع من نوڤمبر تشرين الثانى، بعد استقالة أونيل بخمسة أيام.

وسوف يغادر برينس، مثل أونيل، بثروة هائلة فى أسهم الشركة. وبلغت قيمة صفقة أونيل، فى ذاك الوقت، ١٦١ مليون دولار، وبلغت صفقة برينس ٨٠ مليون دولار. وأثارت المبالغ موجة من الاستياء الشعبى العام. فإذا كانت الرأسمالية الأمريكية هى حكم مفترض لأصحاب الجدارة، فقد كشفتها المبالغ الكبيرة المدفوعة لمدراء فاشلين على أنها احتيال فى أعلى قممه (*). ومثل رحيل برينس نهاية لحقبة ساندى وويل ورؤيته عن "السوبرماركت" المالى. وفاقت صعوبة إدارة مثل هذه الإمبراطورية المترامية الأطراف الفوائد المفترضة للتضافر - الذى لم يتحقق قط.

ما احتاجته كل واحدة من الشركتين فى ذاك الوقت (بالإضافة إلى رأس المال) هو التنظيم الأكثر تركيزًا، وكبير مديرين تنفيذيين يتمتع بقدرة على التقييم أكثر واقعية للمخاطر وأكثر احتكاكًا بها. وأقدم روبرت روبن، القوة المحركة فى مجلس إدارة سيتى، على اختيار مفاجئ: ڤيكرام بانديت، الاستاذ الجامعى الهندى المولد الذى تحول إلى مدير أوراق مالية ثم إلى مدير صندوق تحوط. كان بانديت جديداً على سيتى

(*) لم يكن المال الذى حصل عليه أونيل صفقة "خروج" حرفيًا؛ بل تعجيلا بإعطائه الأسهم المخصصة له بالفعل. ولم يكن خطأ مجلس الإدارة فى مكافأته على فشله، لكن بالمبالغة بشكل مستفز فى الدفع له أثناء عمله. وفيما يدل على أنهم لم يتعلموا شيئًا، أعطى المدراء كبير المديرين التنفيذيين الجديد، جون تاين علاوة توقيع تجاوزت ٤٠ مليون دولار. وأجزل العطاء لبرينس لعمله ولتركه العمل. ومع مغادرته سيتى جروب، حصل على ١٢ مليون دولار "حافز نقدى"، بالإضافة إلى مساحة مجانية فى المكتب وخدمات توفير سائق وسكرتارية وضرائب منذ ذاك الحين لمدة خمس سنين، قدر جميعها بعشرة ملايين دولار، إضافة إلى ما هو متراكم لديه من أسهم. (المترجم)

جروب وعلى البنوك التجارية؛ وكان برينس قد حصل على خدماته فى وقت سابق من العام بشراء صندوقه للتحوط، مقابل ثمن باهظ بلغ ٨٠٠ مليون دولار. كان بانديت من النوع الذكى الذى يغرى روبن. كان لديه ذكاء مخيفٌ (وأربع درجات علمية من جامعة كولومبيا)، واشتهر بتقديمه مواد تعليمية سلسة فى موضوعات مالية معقدة. لكنه كان يشعر بالحرج وسط الجماعات الكبيرة ولم يكن من المؤكد إذا ما كان التاجر المتحفظ يستطيع أن يقود منظمة متعددة الأوجه، والآن، غائرة الجرح.

وظفت ميريل جون تاين، المدير البارز السابق فى جولدمان ورئيس بورصة نيويورك. كان المصرفى شديد التحفز، البالغ من العمر ٥٢ عامًا، خيارًا ملهمًا فيما يبدو. ولم يكن غريبًا عن الغليان العام، فقد أعاد البورصة إلى الوضع الطبيعى بعد هياج سببته صفقة المدفوعات العملاقة التى حصل عليها الرئيس السابق ريتشارد جراسو. وكان قد بدأ مشواره المهنى كتاجر رهون عقارية. وكان تاين طموحًا سياسيًا وصديقًا للسناتور جون مكين، الذى كان يخوض انتخابات الرئاسة فى حين كان يفكر فى تاين بوصفه وزيرًا محتملا للخزانة. وإنقاذ ميريل سوف يعزز فرص تاين.

وكانت أولى خطوات تاين فى ميريل هى جمع رأس مال عن طريق بيع الأسهم – وهى خطوة واعدة. وجمع عدد آخر من شركات وول ستريت، من بينهم مورجان ستانلى وسيتى، رأسمالاً أيضًا فى نوفمبر تشرين الثانى وديسمبر كانون الأول، معتمدين على مستثمرين من آسيا والشرق الاوسط انتهزوا الفرصة واشتروا حصة بأسعار زهيدة من أسماء مرموقة فى وول ستريت. وفى استجابة لتضرعات بولسون، جمع فانى وفريدى، كل على حدة، من ستة إلى سبعة مليارات دولار فى أسهم ممتازة – وهو ما استطاعوا فعله، كما أشار وول ستريت جورنال، "لأن المستثمرين زعموا أن الحكومة الأمريكية سوف تنتشلهم عند وقوع أزمة" (١٨٢).

وتعرضت إيه. أى. جى. أيضًا لهياج مشابه يتعلق بالرهون العقارية، رغم أن لا شيء كان أكثر شهرة من عقاب المدراء فى سيتى وميريل. فمنذ نهاية الصيف وما بعده، تعرضت إيه. أى. جى لمطالبات بالضمانات لا تتوقف من جولدمان ساكس.

وكان جولدمان، الطرف المقابل لإيه. أى. جى فى تعاملات المقايضة قلقًا من ألا يستطيع عملاق التأمين المتعثر أن يفى بوعوده لدرء الخسائر فى التزامات الدين المكفولة بضمان، وأراد إحصاء حصيلة التعاملات. ومع هبوط سوق التزامات الدين المكفولة بضمان، زاد حجم مطالبات جولدمان. وبحلول نوفمبر تشرين الثانى، طالب ميريل لينش وبنك سوسيتيه جنرال الذى يتخذ من فرنسا مقرًا أيضًا بضمان إضافى. ومع أن إيه. أى. جى تستطيع أن تماطل، لكن من الناحية التعاقدية لم يكن أمامها إلا القليل من الخيارات سوى دفع مليارات الدولارات مرغمة. وظل جوزيف كاسانو، المدير المتقلب والمقدام لوحدة المقايضات فى إيه. أى. جى، يطمئن القيادات أن الطلب على الضمان الإضافى ليس إلا استجابة مؤقتة لسوق ضعيف. وأمنت إيه. أى . جى التزامات الدين المكفولة بضمان "فائقة الامتياز" الأعلى مستوى، وأصر كاسانو أن السندات ذات التصنيف الأقل سوف تمتص أى ضرر.

لكن المطالبات بضمان جعلت المدققين الماليين فى إيه. أى. جى هلعين، وبصفة خاصة، موظف شاب جاد يدعى جوزيف سان دينيس. وكان سان دينيس مدققًا ماليًا منذ بداية التسعينيات، وانفق سنوات فى قسم التطبيق فى لجنة البورصة والأوراق المالية. والتحق بإيه. أى. جى عام ٢٠٠٦، وتلقى إشادات ممتازة من كاسانو وآخرين [١٨٣]. لكن خلال صيف عام ٢٠٠٧، مع هبوط الأوراق المالية للرهون العقارية، أصبح كاسانو متقلبًا بشكل غير معتاد، وأصبحت معاملته لسان دينيس تقترب من الإهانة. وفى أغسطس آب، وجد سان دينيس أخطاء فى الطريقة التى أحصت بها إيه. أى. جى. فى تعاملات التحوط (فيما يتعلق بالغاز الطبيعى وليس بالرهون العقارية). واستبد الغضب بكاسانو وقال غاضبًا "بذلت جهدًا خاصًا من أجل هذه [أزيلت هنا لغة بذيئة]. ومازلت أحصل على هذه القوائم [أزيلت لغة بذيئة هنا] وعندما سمع سان دينيس أن إيه. أى. جى تلق مطالبات بالضمان بشأن تعاقدات التزامات الدين المكفولة بضمان، أصبح قلقًا للغاية بشأن سحب الأموال النقدية من احتياط إيه. أى. جى.

ومع أنه كان يجب على كاسانو أن يشيد بمخاوف سان دينيس، لم يهتم إلا بإخراسها. ولابد أنه شعر بأن سان دينيس سوف يكشف له عن مشكلة مقبلة، لأنه انفجر فيه مرة أخرى، مختتما تقريعه المطول بالصراخ - سواء بالاتهام أو بالاعتراف - "استبعدتك متعمداً من تقييم القروض فائقة الامتياز لأنني قلق من أنك ستفسد العملية!" واستقال سان دينيس الشهر التالي (١٨٤).

لكن كاسانو لم يستطع أن يتخلص بسهولة من مجلس إدارة إيه. أي. جي وبينما كان المدراء يقرؤون خسائر ميريل وسيتي جروب، كانوا يتساءلون تلقائيًا إذا ما كانت إيه. أي. جي سيحل بها الشيء نفسه. وكثيراً ما حضر كاسانو اجتماعات لجان المدراء التي كان في معيتها لطيفًا ودمثًا بشكل طبيعي. وأكد لمجلس الإدارة، بصرف النظر عما كان يحدث لقيمة التزامات الدين المكفولة بضمان في السوق، فالأدوات آمنة وستظل كذلك إلا في حالة ركود كارثي. واطمأن المدراء الذين كانوا يفهمون القليل عن التزامات الدين المكفولة بضمان إلا ما أخبرهم به كاسانو. وفي نوفمبر تشرين الثاني قلصت إيه. أي. جي مكانتها في التزامات الدين المكفولة بضمان - لكن بقيمة ٣٥٢ مليون دولار فحسب: بالنسبة إلى إيه. أي. جي أكثر قليلا من خطأ في رقم مقرب.

ولسوء طالع كاسانو، شككت شركة برايس ووترهاوس كوبرز، المدقق المالي الخارجي لإيه. أي. جي أيضًا في تقييم الشركة لمقايضاتها. وأبلغت الشركة، مستخدمة لغة ميمونة بالنسبة إلى شركة تدقيق مالي، إيه. أي. جي أنه ربما يكون لديها "ضعف جوهري" في عمليتها للتحكم في المخاطر (١٨٥). كان هذا تحولا خطيراً محتملاً. ومع أن تحذير شركة التدقيق المالي لم يكن معلنًا - ولم تكشف عنه أيه. أي. جي - أصبح المستثمرون الآن قلقين، كما أثبت هذا الأسهم التي انخفضت من ٧٠ دولاراً إلى رقم في المنتصف بيت ٥٠ و٦٠ دولاراً.

وكان من المقرر أن تجتمع إيه. أي. جي مع مستثمرين محترفين في ميتروبوليتان كلوب في نيويورك، في الأسبوع الأول من ديسمبر كانون الأول، وقررت الشركة أن ترجئ قائمة أولوياتها السابقة وتتكلم عن التزامات الدين المكفولة بضمان فحسب.

وجذبت الشركة حشداً من ٢٠٠ مستثمر معظمهم قلق. وتحدث كاسانو ومارتين سوليفان، كبير المديرين التنفيذيين، بثقة كبيرة. وقال سوليفان "نحن واثقون من درجاتنا ومن سلامة مناهجنا في التقييم". وقال إن النماذج الرياضية لإيه. أي. جي منحته "درجة عالية جداً من الارتياح" [١٨٦]. وفحص المدراء معلومات مفصلة، لكنهم استطاعوا أن يتجنبوا أكبر مخاوف إيه. أي. جي: فبصرف النظر عما تقوله النماذج بأن التزامات الدين المكفولة بضمان بشأن قيمتها، فمادام أن الأسعار تواصل انخفاضها فستظل إيه. أي. جي يطاردها مطالبات مستمرة بالتغطية. ولأن المستثمرين لم ينم إلى علمهم أن إيه. أي. جي تلقت أي طلبات استرداد الضمانات، ومن المؤكد أنه لم يكن لديهم وسائل مستقلة لتقييم تعاقداتها في التزامات الدين المكفولة بضمان، فقد شعروا مرة أخرى بالاطمئنان.

كان هناك إحساس في وول ستريت، ولم يكن للمرة الأولى، أن الأزمة، إن لم تكن انتهت بالفعل، قد تجاوزت بالفعل أسوأ ما فيها. وانقسم وول ستريت تلقائيًا بين محترفي الأسهم ومحللي الائتمان. فبينما قلق محللو الائتمان بشأن مخاطر العجز عن السداد، كان تجار الأسهم، بالبديهة وبحكم عملهم، أكثر تفاؤلا. وفي بداية ديسمبر كانون الأول، رفعوا مؤشر داو إلى نسبة مرتفعة فوق الرقم ١٣٠٠٠، في إطار خمسة في المئة من أعلى قمة على الإطلاق وصل إليها. ما سبب هذا الحماس المتجدد؟ اعتقد التجار أو كانوا يأملون، أن ميريل، وربما حتى سيتي جروب، سوف تنتعش في ظل قيادة جديدة. وبالنسبة إلى ليمان براذرز، فقد نجت حتى ذاك الحين الأمر بعملية خفض متواضعة فحسب. ومرت الأزمة في صناديق أسواق المال، واستنقذ سيتي وبنوك أخرى بعضًا من أصولها الميتمة في أدوات الاستثمارات المهيكلة – في لافتة لمن يحدوهم الأمل بأن الأسواق تستطيع أن تداوي نفسها.

كانت المشكلة التي رآها تجار السندات بشكل أوضح هي أن البنوك كانت تنتج ائتمانات جديدة؛ وكانوا يرفضون الإقراض. وكانت الدورة التي وصفها رودريجيث – هبوط أسعار الأوراق المالية يؤدي إلى خسائر وبالتالي إلى معدلات رأس مال منخفضة – تضع دون جدل كابحًا على الائتمان. ومنذ بداية عام ٢٠٠٧، انخفضت

الأوراق المالية للرهون العقارية لما يقرب من ثلاثة فصول. لكن مؤسسات مثل ميريل وسيتى كانت لا تزال تمتلك مليارات الدولارات فى صورة أوراق مالية للرهون العقارية؛ وكانت هذه الأوراق عرضة لمزيد من خفض قيمتها إذا تفاقم تدهور سوق الرهون العقارية. وكان السوق يغرق. وفى الربع الرابع، كان ١٤ فى المئة - أى واحد من كل سبعة قروض للرهون العقارية عالية المخاطر - متأخرة فى السداد بشكل كبير. وقبل عام، كانت النسبة ثمانية فى المئة. وبالإضافة إلى هذا كان التراجع فى أسعار المساكن يتسارع[١٨٧]. وانتاب الاقتصاديون قلق لسنوات إنه إذا هبط سوق الإسكان، وهو ما يطلق عليه محرك الاقتصاد، فى أى وقت، فإن الأمريكى المتوسط سوف يعانى. وفى ديسمبر كانون الأول، أصبحت عملية خلق فرص العمل راكدة تقريبًا - أولى العلامات على أن العاصفة المالية بدأت تضر بالشارع التجارى فى المدينة[*].

وفى منتصف ديسمبر كانون الأول، بعد أسبوع من خطف إيه. أى. جى. لأبصار المستثمرين، قلص برنانكى سعر الفائدة للتعاملات الليلية بين البنوك فى الاحتياط الاتحادى لثالث مرة فى ثلاثة شهور. وكان هذا استجابة طبيعية لتباطؤ الاقتصاد، لكن برنانكى فعل أيضًا شيئًا غير عادى. أمام الضغوط لاستعادة السيولة، أقام عمليات تبادل للعملات مع البنك المركزى الأوروبى حتى تستطيع البنوك الأجنبية أن تقرض بالدولار. بل الأكثر ابتكارًا هو أن برنانكى أنشأ وسيلة جديدة تستطيع أن تتقدم البنوك من خلالها بعروض (من خلال مزاد) للحصول على ائتمان من الاحتياط الاتحادى. والتفاصيل كانت أقل أهمية من حقيقة أن برنانكى كان يفكر ويتصرف بشكل مبتكر ليضيف سيولة إلى البنوك. كان بوسع البنوك بالفعل أن تقترض من الاحتياط الاتحادى فى إدارة الخصم، لكن بسبب المفهوم الشائع الذى مفاده أنه لا يسعى للحصول على القروض المتمتعة بخصم إلا البنوك المتعثرة، ولم يفعل منها ذلك

(*) بعد ذلك بعام، سوف يعلن المكتب القومى للأبحاث الاقتصادية أن ديسمبر كانون الأول لعام ٢٠٠٧ هو بداية الكساد. (المترجم)

إلا قلة. وكانت الوسيلة الجديدة محاولة واضحة لتنبيه البنوك من سباتها، أو كما وصف الاحتياط الاتحادى لتخفيف "الضغوط الناشئة عن التقلص العام فى رغبة مؤسسات الإيداع السليمة فى أن تقرض بعضها البعض"[١٨٨]. (وبعبارة أخرى لم تكن البنوك تقرض لبنوك أخرى). كان برنانكى قلقًا للغاية الآن. فكما يعرف من دراسته للكساد الكبير، فإذا لم تقرض البنوك، فلن يتدفق المال ويتوقف الاقتصاد.

بحلول يناير كانون الأول، استبد هذا القلق بسوق الأسهم وكانت تهبط بشدة. وفى ٢٢ يناير كانون الأول، قلص برنانكى سعر الفائدة للتعاملات الليلية بين البنوك فى الاحتياط الاتحادى بنسبة غير مسبوقة بلغت ثلاثة أرباع نقطة مئوية؛ وبعد أسبوع قلص السعر مرة أخرى. وانخفضت النسبة التى تستطيع البنوك أن تقترض بها فى التعاملات الليلية الآن إلى ثلاثة فى المئة. وكانت النسبة حتى سبتمبر أيلول السابق، ٥,٢٥ فى المئة. لكن لا أسعار الفائدة المنخفضة ولا المنشطات المتكررة للاحتياط الاتحادى أفاقت المصرفيين من سباتهم. وافتقرت البنوك لرأس المال والثقة، وأحجمت عن الإقراض عند أى سعر. كانت الشركات تقلص قائمة أجور العمال؛ أشار يناير كانون الثانى إلى خسارة صافية فى الوظائف. وكتب برنانكى ذات مرة أنه فى حال وقوع أزمة فبوسعه أن يسقط حزمًا من النقود من طائرة هليكوبتر. والآن، يقوم بذلك من خلال برامج الإقراض المبتكرة للاحتياط الاتحادى والتقليص المتكرر لسعر الفائدة.

وعمل بولسون من جانبة مع نظرائه السابقين – رؤساء البنوك الاستثمارية – لجمع رأس المال، وهى وصفته المفضلة دومًا. واستنفدت خسائر البنوك فى الآونة الأخيرة رؤوس أموالهم مما زاد رافعتهم المالية بشدة(*). وكانت لجنة البورصة

(*) الأرقام مذهلة. فمع نهاية عام ٢٠٠٧، زادت رافعة ميريل لينش (نسبة إجمالى الأصول إلى الأسهم الأساسية) من ٢٢ إلى ٣٢ بعبارة أخرى، فكل دولار واحد من الأسهم كان يدعم ٣٢ دولارًا من الأصول.

• وفى فترات مقابلة، زادت رافعة ليمان من ٢٦ إلى ٣١، وزادت رافعة مورجان ستانلى من ٢٢ إلى ٣٣، وزادت النسبة فى جولدمان من ٢٣ إلى ٢٦، ولدى بير ستيرنز من ٢٩ إلى أعلى نسبة فى المجال لتصل إلى ٣٤ (بحسب ملفات الشركات). (المترجم)

والأوراق المالية تراقب، فى ذات الوقت، سيولة البنوك، وهو ما كان أيضًا أحد المخاوف. وكان لدى البنوك إجمالى مزعج من الديون واجبة السداد فى غضون العام التالى. وتناول جيمى ديمون هذا الموضوع فى خطابه السنوى لحملة أسهم جيه. بى. مورجان تشيس، ملاحظًا أن: "المشكلات تحدث عندما يكون هناك الكثير جدًا من التمويل قصير الأمد يمول أسهم طويلة الأجل. هناك وصية مالية واحدة لا يتعين خرقها: لا تقترض لأجل قصير كى تستثمر لأجل طويل - خاصة فى مقابل أصول غير سائلة وطويلة الأجل [تمت إضافة التأكيد بالخط السميك] (١٨٩). كان هذا توصيفًا ملائمًا لما كانت تفعله البنوك.

جاءت خطبة ديمون مغلفة بتحذير مستتر. كان جيه. بى. مورجان أحد بنكين (الآخر كان بنك أوف نيويورك) يقدم تمويلا مدعومًا بضمان إضافى خلال اليوم الواحد لكثير من شركات وول ستريت. وفى خطابه، ترنم كبير المديرين التنفيذيين بقوله: "الممارسات المالية السيئة مثل الأسهم المرحلية (*). والرافعة المالية الزائدة عن الحد ليست جيدة لنا، وفى نهاية المطاف، ليست جيدة لشركائنا". كان يبدو الأمر كما لو أن مورجان كانت تستعد لتشديد ضوابط تدفق الائتمان. وأضفى هذا أهمية على مهمة البنوك الاستثمارية فى جمع رأس المال. وفى نهاية المطاف، فرأس المال، كما كان يقول بولسون، ليس إلا لقاحًا ضد الأزمة. وعلى خلاف السيولة، فهو لا يعتمد على الثقة أو نزوة ولا يختفى بين عشية وضحاها.

لكن كبار المديرين التنفيذيين ترددوا. وكان بعضهم قد باع لتوه أسهمًا - بأسعار مرتفعة- وإذا أصدروا أسهمًا أخرى، فسيكون مثل الذى يجعل عملته رخيصة. وكانوا لا يزالون يعتقدون أن الأسوأ قد مر. وجمعت كل من سيتى جروب وميريل على حدة مبلغًا يعادل عمليات الخفض التى أجرتاها فى الآونة الأخيرة. ووفر هذا حصنًا - مع

(*) عملية تمويل قصيرة الأمد تسمح لشركات الأسهم الخاصة أو مشترين آخرين لأسهم الشركات أن يبرموا صفقات قبل أن يتوافر التمويل طويل الأجل. (المترجم)

افتراض أن رؤوس أموالهما لم تتآكل بفعل خسائر جديدة. ومع انزلاق رأس مال ميريل إلى المنتصف بين ٥٠ و٦٠ دولارًا، قابل أحد المستثمرين تاين وحثه على بيع المزيد كإجراء دفاعي. وأجاب تاين أن ميريل لديها كل الأسهم التى تحتاجها. ولم تجمع بير ستيرنز إلا مبلغًا رمزيًا.

تمثلت الغواية البشرية فى الاعتقاد بأن كل انخفاض فى أسعار المنازل والأوراق المالية للرهون العقارية هو الأخير. حتى جيمى ديمون وقع ضحيتها. فى عام ٢٠٠٦، كما سيتذكر ديمون هذا بعد ذلك بعام، "اعتقدنا أننا ركزنا مبكرًا على قضية الرهون العقارية عالية المخاطر.... ورغم هذا، وجدنا أنفسنا مضطرين لتشديد معايير الاكتتاب على قروض الرهون العقارية عالية المخاطر ست مرات حتى نهاية عام ٢٠٠٧. (نعم، هذا يعنى أن معاييرنا لم تكن صارمة بما يكفى فى المرات الخمس الأولى)". حتى مع هذه الخبرة والوعى، فبحلول بداية عام ٢٠٠٨، كان ديمون مازال يعتقد أن الكثير، إن لم يكن كل الخسائر، قد تم تكبدها. كانت جيه. بى. مورجان فى الواقع، تزيد نصيبها من الرهون العقارية [١٩٠]. وفى استعراض أكثر تهورًا للتفاؤل، قدم كين لويس من بنك أوف أمريكا، طوق نجاة إلى أنجلو موزيلو، فاقد الأمل، ورئيس كانتريوايد التى انهارت أسهمها إلى رقم مفرد، وأثيرت عنها شائعات بأنها على حافة الإفلاس. ووافق الاثنان على الاندماج. و وُجد فى محفظة كانتريوايد نسبة لا تصدق بلغت ٢٧ فى المئة من التأخر فى تسديد قروض الرهون العقارية عالية المخاطر و٥,٢٥ فى المئة على وشك حبس الرهن [١٩١].

ولاحظ رودريجيث بعد مرور ثلاثة أسابيع من عام ٢٠٠٨، أن الأمل فى تعافى الرهون العقارية يتمثل فى أن يأتى الاحتياط الاتحادى للإنقاذ [١٩٢]. وأشار إلى أن أزمة الائتمان ليست من صنع سياسة نقدية صارمة. بل من صنع فقاعة ائتمانية أدت إلى أسعار مرتفعة للأسهم. لكن الإيمان بالاحتياط الاتحادى كان انفعاليًا للغاية، فإجماع توقعات الاقتصاديين (ومن بينهم أولئك الذين فى الاحتياط الاتحادى) ظل فى صف النمو – نمو بطىء أثناء النصف الأول من عام ٢٠٠٨، ونمو أسرع

فيما بعد. ووجد رودريجيث أن هذه التوقعات "لا يمكن تصديقها بالمرة". ولم يتوقع أن تخف حدة الأزمة قبل أن تنخفض أسعار الإسكان إلى مستويات واقعية، وأن تخلص البنوك موازناتها من رافعاتها المالية المبالغ فيها. وكان تخفيض الرافعة المالية يعنى إقراضًا أقل واستثمار أقل؛ ولا محيص عن أن العملية سوف تخنق الاقتصاد. ورأى أن "المؤسسات المالية الكبيرة" تقف على حد مدية؛ بعضها سيقضى عليه بالفعل ما لم يدركها ضخ رأس مال من الخارج. وسيكون كثير من مثل ضخ رأس المال هذا ضروريًا. ووضع رودريجيث احتمالات حدوث ركود عند "ما يقرب من ١٠٠ فى المئة".

وبدأت البنوك الاستثمارية تبدو كما لو أنها من تجار التجزئة الذين لديهم مخزونات من السلع غير القابلة للبيع. ولاحظ توماس إيه. روسو، نائب رئيس شركة ليمان براذرز وكبير المسؤولين القانونيين والمفكر البارز فيها، فى مقال متبصر قدمه فى الاجتماع السنوى لكبار الشخصيات المالية فى داڤوس بسويسرا أن "موازنات البنوك مدعومة بأصول" وهو اتجاه، كما أضاف، "يقلل كثيرًا معدلات رأس مال البنوك" (١٩٣). وتوقع روسو، الذى كان على دراية كبيرة بوول ستريت، حبس رهون مليونى منزل فى العامين التاليين وأسوأ هبوط فى أسعار المنازل منذ الكساد الكبير.

ولم يذكر روسو، الذى أصبح رئيسه، ريتشارد فولد، شهيرًا فى داڤوس لأنه لطف شدة العاصفة بشكل كبير، أن واحدة من الموازنات المدعومة بشدة بأصول تنتمى لشركته. ومنذ الاستحواذ على أركستون، حاولت ليمان بشراسة بيع بعضًا من محافظها التى تحتوى على قروض عقارات تجارية - لكن لأن هذه القروض كانت كبيرة وكل واحدة منها كان لعقار مختلف، مضى الأمر ببطء. وكان ليمان لا يزال يحتفظ بنحو ٤٩ مليار دولار فى صورة أصول تجارية، ونحو ٣٢ مليار دولار فى رهون عقارية سكانية وأوراق مالية. وكان ليمان مثقلا أيضًا بقروض لشركات مدعومة برافعة مالية كبيرة مثل كرايسلر، وكثير من الأصول الأخرى، بما يقرب من ٨٠٠ مليار إجمالا؛ مقارنة مع ٢٥ مليار دولار فقط فى الأسهم (١٩٤).

لكن ليمان دخل عام ٢٠٠٨ وهو لا يشعر إلا بالقوة. فقد أنهى عامًا لتوه محققًا أرباحًا قياسية. كان نشاطه الاقتصادى فى الواقع فى العقارات، وكانت العقارات تعانى تقلصًا. لكن مع ثقته فى أن السوق سوف تعاود ازدهارها، أضاف المزيد من الرهون العقارية[١٩٥]. واعتقد روسو أن البنوك سوف ينتشلها مستثمرون، من المفترض أن يكونوا خارج البلاد، وبإجراءات شجاعة من الاحتياط الاتحادى[١٩٦]. وكان الأمر يتعلق بالإيمان القديم فى السيولة، ولم ير ليمان حاجة إلى خفض مخاطره الآن. وكان مايكل جيلباند، المصرفى فى ليمان الذى أقلقته المخاطر، قد غادر؛ والآخرون الذين شعروا بأن الشركة تحيد عن رسالتها التزموا الصمت. وفيما يبدو، رأى جو جريجورى، رئيس ليمان، فى تمويل الشركة تشتيتًا للانتباه عن عدد كبير أخر من الموضوعات مثل تنوع العمالة أو عن منزله الذى يتكلف ٣٢ مليون دولار والمطل على المحيط فى هامبتونز. وعين جريجورى مسؤولا كبيرًا جديدًا فى التمويل، إرين كالان، محامية الضرائب التى تحولت إلى مصرفية استثمار، ليس لخبرتها فى تمويل الشركات لكن لبراعتها المفترضة فى التسويق. واعترف جريجورى أن ترقية كالان، البالغة من العمر ٤٢ عامًا، كانت "قفزة"[١٩٧]. – كما لو أن إدارة موازنة قيمتها ٧٠٠ مليار دولار رياضة. ومع وجود كالان فى القمة، لم يبع ليمان أسهمًا عادية حتى بداية فبراير شباط – وعندها لم تبلغ قيمتها إلا ١,٩ مليار. لم تكن المسؤولية المالية لليمان واقعة، فى نهاية المطاف بالطبع، على عاتق كالان ولا على عاتق جريجورى الذى بلا حول، لكن على عاتق رئيس ليمان التنفيذى ديك فولد. وتقمص فولد، أكثر من أى كبير مديرين تنفيذيين أخر فى وول ستريت، نجاحات وفشل شركته. كان يدعوها "الشركة" – وعندما كان يرى مصرفيين يدخلون مطعمًا كان يسألهم "هل تعملون فى الشركة؟"، كما لو أن هناك شركة واحدة. وساعد هذا الإحساس القوى بالهوية، ليمان لفترة طويلة أن تعزز ثقلها بشكل أفضل. لكنها حولت المناقشات بشأن مبيعات الأسهم إلى جدالات ميتافيزيقية. وبالنسبة إلى فولد، فإن بيع أسهم عندما يكون السهم أقل من ٦٠ إلى ٢٥ فى المئة عن عام مضى – يعارض غريزته نفسها. ولا شىء يفوق هذا سوءًا إلا بيع الشركة برمتها. وتوقع صديق أنه لن يبيع أبدًا عندما يجب أن يفعل – بل فقط عندما يضطر

لفعل ذلك[١٩٨]. وقاوم فولد بضراوة بيع الشراكة الخاصة لليمان فى ثمانينيات القرن الماضى[١٩٩]. وكان لا يزال يعتبر نفسه حاميًا لاستقلالها، مهما يكن من أمر كثافة السحب فوق أصولها فى العقارات. وعندما أُثير الموضوع فى نهاية عام ٢٠٠٧، زمجر قائلاً: "ما دمت حيًا لن تباع هذه الشركة أبدًا. لو تم بيعها بعد أن أموت... فسوف أعود من القبر وأمنع هذا"[٢٠٠].

الفصل التاسع

خط اللا رجوع

الاحتياط الاتحادى لم يُؤسس لينقذ بير ستيرنز.

جيم روجرز

فى الأسبوع السابق على يوم مارتن لوثر كينج الابن، فى عام ٢٠٠٨، تلقى إريك دينالو، كبير المسؤولين عن تنظيم التأمين فى ولاية نيويورك، سلسلة محمومة من المكالمات الهاتفية. وكان بين المتصلين هاتفيًا ڤيكرام بانديت، الرئيس الجديد لسيتى جروب وإتش رودجين كوهن، عميد محامى وول ستريت؛ وتيموثى جايتنر من الاحتياط الاتحادى فى نيويورك؛ وروبرت ستيل، وكيل بولسون فى وزارة الخزانة. وتلقى دينالو أيضًا مكالمات من مسؤولين فى إم. بى. أى. إيه، وآمباك، وهما شركتان لتأمين السندات. تمامًا كما كانت شركة أولستيت تؤمن مالكى المساكن ضد الحرائق كانت إم. بى. أى. إيه تحمى حملة الأسهم ضد العجز عن السداد. وتاريخيًا، أصدرت مثل هذه الشركات وثائق تأمين على سندات المياه والصرف الصحى وأمور أخرى خاصة بالبلدية. ورغم هذا، فمع الازدهار، تحولت هذه الشركات إلى التجارة الأكثر ربحًا فيما يبدو: اكتتاب السندات المدعومة بالرهون العقارية الصادرة عن وول ستريت. وجاء فى تدفق المكالمات على دينالو أن مصدِّرى السندات قد لا يستطيعون دفع ما عليهم – فتدهور الرهون العقارية كان ببساطة كبيرًا للغاية – وأن عبء هذه السياسة قد

يتسبب فى خفض تصنيف ائتمانهم. والبنوك ذات الثروات الضعيفة ارتكنت إلى أن، على أقل تقدير، تصنيف شركات التـأمين ثلاثة إيه لكن الآن، تواجه شركات التـأمين أزمة أيضًا.

وبعد عطلة نهاية الأسبوع، جمع دينالو اللاعبين الأساسيين، بعضهم فى مكتبه فى وسط مانهاتن وآخرين عبر الهاتف. وشعر بانديت، الذى كان لا يزال يتعلم أبجديات العمل، بالذهول بسماعه أن تأمين سيتى جروب لا يؤهلها للدفع لأن أسعار أوراقها المالية لالتزامات الدين المكفولة بضمان انخفضت. وصحح له جاى براون، كبير المديرين التنفيذيين لإم. بى. أى. إيه(*). قائلا: "لا - لديك تأمين على العجز عن السداد وليس على القيمة السوقية". وكان هذا فارقًا كبيرًا. ولأن التزامات الدين المكفولة بضمان أدوات مالية طويلة الأمد، فلم يكن من المحتمل أن يحدث عجز عن السداد فى وقت قريب. ومن ثم فإن سيتى (وكل بنك آخر يتمتع بتأمين) يتعين أن تنتظر لسنوات للتقدم بطلب الاسترداد وهى مرحلة قد تكون شركات التأمين خرجت فيها من السوق. وحث دينالو البنوك على التفاوض فى سبيل التوصل إلى تسوية مع شركات التأمين، مع أنه كان من الواضح أنه ستيعين عليها أن تقوم بالتسوية مقابل جزء يسير من سياستها المتعلقة بالقيمة الاسمية. والنتيجة كانت، إن تأمينهم بلا معنى، فى أى مستقبل قريب الأمد.

كان وول ستريت مازال يتمتع بحماية فى صورة تعاقدات التزامات الدين المكفولة بضمان مع إيه. أى. جى لكن إيه. أى. جى لم تكن معدة للخسائر قط. فقد عاملت نماذجها المقايضات كما لو أنها صفقة الجميع فيها رابح، أو كنشاط بلا خسائر - مما ينتهك كل مبادئ التأمين السليمة. وفى فبراير شباط توصلت برايس ووترهاوس كوبرز، الشركة التى تقوم بالتدقيق المالى لحسابها، إلى أن إيه. أى. جى تعانى

(*) أعيد تعيين براون فى الشهر التالى كبيرا للمديرين التنفيذيين. (المترجم)

خللا – "ضعف جوهرى" – فى الطريقة التى قيمت بها مكانة التزامات الدين المكفولة بضمان. كانت هذه القضية معقدة، لكن فى الجوهر، عكست محاسبات إيه. أى. جى ما كانت تقوله نماذجها الرياضية فيما يجب أن تساويه تعاقدات المقايضة. ولم تعول على حقيقة أن شركاء التجارة فى إيه. أى. جى يخفضون قيمة مثل هذه الأصول، وفى العالم الواقعى، كانت الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية تسقط مثل حجر. فقد انهارت الأوراق المالية للرهون العقارية عالية المخاطر نحو ٧٥ فى المئة عام ٢٠٠٧، بل هبطت بشكل أسرع عام ٢٠٠٨، وطالب شركاء إيه. أى. جى، يتقدمهم جولدمان، بمزيد من النقد. لكن إذا احتكمنا إلى سجلاتها فإن إيه. أى. جى لم تكن تتضرر بالكاد [٢٠١].

لكن مارتن سوليڤان، كبير مديرى إيه. أى. جى، تردد فى خفض قيمة الأصول – فكان يعرف أن الخسائر الناجمة ستدمر رأس المال، وقد تضعف أيضًا التصنيف الائتمانى للشركة. ونظر سوليڤان إلى مزاعم المدققين الماليين كفارق طفيف تقريبًا، كعملية محاسبية تقنية أكثر من كونها مصدر قلق جوهريًا.

وكما يقتضى الأمر، قدمت برايس ووترهاوس كوبرز مخاوفها لمجلس الإدارة. وكان لدى إيه. أى. جى عدد من المديرين الخبراء الذين كان لديهم فى الحقيقة خبرة مالية أكثر من سوليڤان. وكان رئيس لجنة التدقيق المالى فى مجلس الإدارة هو مايكل سوتون، كبير المحاسبين السابق فى لجنة البورصة والأوراق المالية (*). وبعد سماع مخاوف المدققين الماليين أدرك المدراء أن إيه. أى. جى يتعين عليها أن تراجع تقريرها القادم الخاص بالأرباح. وتمثل حدس سوليڤان فى أن يحمل قواعد المحاسبة

(*) تضمن مجلس الإدارة أيضًا روبرت وليمستاد، الرئيس المتقاعد لسيتى جروب الذى خسر لصالح برينس فى الحصول على المنصب الكبير؛ وفرانك زارب، الرئيس السابق لناسداك؛ وستيفن بولينباخ، الرئيس المتقاعد لفنادق هيلتون. (المترجم)

المسؤولية، لكن سوتون قال له: "المحاسبة ليست مشكلتك. السوق هو مشكلتك." وكان يقصد أن الانهيار فى قيمة الرهون العقارية يجب أن يُعامل على أنه شيء مستمر وحقيقى، وليس اضطرابًا وقتيًا.

وبدعم من المدراء، أجبرت برايس ووترهاوس كوبرز إيه. أى. جى على مراجعة قيمها التى تجرى على أساسها المقايضات فى سجلاتها. وتمخض هذا عن خسارة ٥,٣ مليار دولار فى كل ربع سنة. وفى نهاية فبراير شباط، عندما تم الكشف عن الخسارة، بالإضافة إلى النتيجة اللعينة التى تفيد بوجود "ضعف جوهرى"، هبطت الأسهم خُمس قيمتها فى أسبوعين. وطالب مجلس الإدارة برأس جوزيف كاسانو، رئيس قسم المقايضات، وأقاله سوليڤان.

لكن مجلس الإدارة سمح لكاسانو أن يحتفظ بعلاوة قيمتها ٣٤ مليون دولار، ووافق أيضًا على إقرار عقد استشارة بقيمة مليون دولار فى الشهر. هذا بالإضافة إلى ٢٨٠ مليون دولار حصدها كاسانو عبر السنوات الثمانى الماضية [٢٠٢]. وشهد مجرد وجود إدارة حسنة النوايا، تستطيع أن تمنح مثل هذه المكافآت لنهاية الخدمة، بالانفصال الأخلاقى الحاصل فيما يتعلق بأجور المدراء. من من المدراء، لو طلب منه تبرير هذه المدفوعات أمام حملة الأسهم - أو حتى لأحد أبنائه -كان سيقول إن كاسانو يستحقها؟(*).

وربما الأسوأ، أن سوليڤان تجاسر على أن يطلب من مجلس الإدارة أن يتغاضى عن خسائر إيه. أى. جى عند حساب علاواته. هذا على الأصح، كان يشبه لاعب كرة يطلب من المتعاقد معه أن يحسب تسديداته فقط، وليس المرات التى أخفق فيها فى التسديد. ورفض مجلس الإدارة. وحصل سوليڤان بالفعل على علاوة - بل حتى وإن

(*) على خلاف كاسانو، خسر جوزيف سان دينس، المدقق المالى الداخلى القلق، علاوته عندما استقال. ففى وول ستريت، لا تكافأ أفضل النوايا بأفضل المكافآت بالضرورة. (المترجم)

يكن بممانعة أقل – حصل على مظلة مربحة فى انتهاء عمله. لكنه الآن، وضع تاجه فى غير راحة. فأعضاء مجلس الإدارة بدأوا يبحثون السؤال الذى لا مفر منه بشأن مسؤولية سوليڤان (٢٠٣).

ومع اضطراب شركات التأمين على السندات، ووقوع إيه. أى. جى تحت ضغوط، واختفاء مقرضى الرهون العقارية عالية المخاطر، ووول ستريت يتفجر حبراً أحمر (*). فهل كان بوسع أية مؤسسة أن تنقذ صناعة الرهون العقارية المترنحة؟ لم يكن من المحتمل أن يبدأ هانك بولسون فى أن يرى فى فانى ماى وفريدى ماك منقذين، ليس لشىء إلا لأن الجميع تقريباً تركوا الحلبة. وبحلول الربع الأول من عام ٢٠٠٨، كانت الشركتان تتعاملان فى ٨٠ فى المئة من الرهون التى اشتراها مستثمرون (٢٠٤). ومع أن ميزانيتى فانى وفريدى كانتا مثقلتين بما إجماليه ٧٠٠ مليار دولار من الرهون العقارية عالية المخاطر وسندات الرهون العقارية من الفئة إيه – البديلة، وضع بولسون خطة للتوأمين كى يشتريا المزيد من الأوراق المالية للرهون العقارية (٢٠٥). وتخيل أن هذا قد ينعش السوق ويرفع الأسعار ويعزز البنوك التى كانت تئن تحت وطأة ثقل التزامات الدين المكفولة بضمان المنخفضة السعر. وكانت المشكلة هى أن سجلات فانى وفريدى لم تكن أفضل من سجلات البنوك الموكول إليها إنقاذها. وكانت الرافعة المالية فى فانى ماى ١١٠ إلى واحد، وفى فريدى ماك ١٧٠ إلى واحد(٢٠٦). وبالمقارنة، فإن ليمان وبير ستيرنز كانا مقامرين حذرين.

وشعر الاحتياط الاتحادى بالهلع من خطة بولسون. فمنذ عهد جرينسبان، والاحتياط الاتحادى ينظر إلى التوأمين باعتبارهما نموذجا للنوايا الليبرالية التى انحرفت بشكل مرعب، وهو دليل على أن الكيانات التى تمنحها الحكومة ضمانات سوف تتجشم عاجلا أم آجلا الكثير جداً من المخاطر. ولو لم يكن برنانكى عقائدياً مثل

(*) دليل على كثرة الخسائر التى تظهر مؤشراتها فى لوحة التعاملات باللون الأحمر. (المترجم)

سلفه، لاعتقد وزملاؤه أن مستويات المخاطر فى فانى وفريدى يجب أن تُقلص، لا أن ترفع. وجادل كيفين وارش، زميل برنانكى فى مجلس إدارة الاحتياط الاتحادى، بحماس عن هذه النقطة مع وزارة الخزانة. وكان وارش، مصرفى التكنولوجيا السابق فى مورجان ستانلى، قد أصبح محافظًا للاحتياط الاتحادى فى الخامسة والثلاثين من العمر. كان له حضور بارز وقيادى فى مؤسسة مشهورة بالحضور الباهت للعاملين فيها. واعتقد وارش أن السماح للتوأمين بشراء المزيد من الأصول قد يدفعهما إلى الحافة، وربما يؤدى إلى أزمة شاملة. وبالإضافة إلى جايتنر فى الاحتياط الاتحادى فى نيويورك، أراد وارش أن يلجم التوأمين - وربما يصادرهما - قبل أن يحدثا دمارًا حقيقيًا.

وكان بولسون (على خلاف مصرفى البنوك المركزية) معين سياسيًا، ولم يكن ليخاطر بمثل هذا الموقف التهيجى، ولا لديه الصبر لما اعتبره حربًا مقدسةً متزمتةً ضد التوأمين (٢٠٧). ومع أنه لم يصدق بوجدانه أن الحكومة يجب أن تتورط بشدة فى سوق الإسكان، لكنه شعر فى الممارسة أن التوأمين عملا فى الماضى ويمكن أن يكونا جزءًا من الحل الآن. وأصبح الضمان الضمنى أفضل ما لديه. ولأن المستثمرين كانوا يعتقدون أن وزارة الخزانة لن تترك فانى وفريدى يفشلان، فالتوأمان يستطيعان أن يقترضا بحرية، مما يسمح لهما بأن تخصصا أموالاً جديدة للأوراق المالية الخاصة بالرهون العقارية. والنقطة التى اختار وزير الخزانة ألا يؤكد عليها هى أن هذا سيجعل دافعى الضرائب الشريك الصامت فى صناعة الرهون العقارية. ومع أن رأس مال التوأمين كان قد بلغ قمته، كان بولسون عازمًا على التودد إلى الجهة المنظمة لهما لتذليل القواعد. واقترح بولسون أن تنقذ فانى وفريدى السوق أولا ثم تمكنهما أن تجمعا رأس المال ليدعما ماليتهما.

كان لدى الوزير إيمان مفرط فى قدرته على التحكم فى الأحداث، كشأن كبار المديرين التنفيذيين أولى العزم الذين يتحولون إلى موظفين عموميين. وبالتزامن مع جهوده لدفع التوأمين إلى شراء رهون عقارية، كان يعمل فى الكونجرس كى يخلق هيئة

تنظيمية أقوى – ومازال يعتقد، فى مستقبل متخيل ما، أن يستقر التوأمان على أساس أكثر سلامة. وأقر مجلس النواب إصلاحًا فى عام ٢٠٠٧، لكن مجلس الشيوخ عرقله، ويرجع هذا فى جانب منه إلى أن السناتور دود، الذى انتهت آماله الرئاسية بعد جولة انتخابات أولية واحدة، كان قد رأى فى تخفيف عملية حبس الرهين وسيلة لإعادة التأهيل السياسى وكان حريصًا على جعلها مركزًا لمشروع القانون الخاص بالإسكان. فى هذه اللحظة، إما خطة بولسون أو لا شىء.

وبالعمل من خلال ستيل، لاطف بولسون فانى وفريدى كى توافقا على فكرة رفع التزاماتهما بشكل كبير. وتمثل الأمل فى أن يستطيع التوأمان جمع رأس المال ببيع أسهم بأسرع مما فقدوها فى الرهون العقارية. وعلى مضض، وافقت الجهة التنظيمية وهو مكتب الرقابة على مشروعات الإسكان الاتحادية. لكن السوق لم تتعاون. وبحلول فبراير شباط ٢٠٠٨، وصل سعر سهم فانى إلى رقم فى الثلاثينيات من الدولارات، منخفضًا نحو النصف عن خريف عام ٢٠٠٧، وتكبدت فريدى ضربة مشابهة. وبحلول نهاية الشهر، سجلا خسائر هائلة بلغت ستة مليارات مجتمعة، مما هبط بأسعار أسهمها أكثر. وتزايد ضعف سلطة دانيل مود، كبير المديرين التنفيذيين لفانى، ونظيره فى فريدى، – واضطرا إلى التوسط بين مطالب بولسون ومكتب الرقابة على مشروعات الإسكان الاتحادية وحملة الأسهم.

وكان لجهود المنظمين فى جعل فانى وفريدى يبيعون أسهمًا أثر سلبى غير مقصود على أسهمهما. فمع الخوف من فيضان من الأسهم الجديدة، هرع المستثمرون إلى استرداد قيمة السندات. وفى الرابع من مارس آذار، دعا برنانكى إلى جولة جديدة من جمع رأس المال. وبعد ذلك بيومين، توسع جايتنر فى هذا الموضوع، وقال لجمهور فى نيويورك إنه يفضل "جمع جديد لرأس المال من الملاك" للشركات المالية بصفة عامة (٢٠٨). وجعل هذا وول ستريت ترتعب بشدة. ومن اليوم السابق على كلمة برنانكى إلى الاثنين التالى، العاشر من مارس آذار، انخفضت أسهم فانى من ٢٧ إلى أقل من ٢٠ دولارًا. ولحقت هزائم منكرة بأسهم مالية أخرى أيضًا. فعلى مدار أول

ستة أيام من التعامل فى مارس آذار، خسر أكبر عشرين سهمًا ماليًا ١٢٠ مليار دولار من قيمتها. وهبط ليمان من ٥١ إلى ٤٣ دولارًا، وهبطت ميريل لينش النسبة نفسها تقريبًا من ٥٠ إلى ٤٢ دولارًا(٢٠٩).

وكانت بير أكثر الشركات تضررًا وهى أصغر وأكثر البنوك الاستثمارية المدعومة برافعة مالية. ومنذ الصيف السابق، عندما انفجرت صناديقها للتحوط، نظر التجار إلى علاقتها بسندات الرهون العقارية بقلق. ثم تم التداول فى أسهمها ذاك الوقت عند ١٣٠ دولارًا، وبحلول نهاية فبراير شباط من عام ٢٠٠٨، وصلت أسهم بير ستيرنز إلى ٨٠ دولارًا. وعلى مدار الأيام العشرة التالية، ورغم الغياب الفعلى للأنباء، انخفضت الأسهم إلى ٦٢ دولارًا. وكتب ستان أونيل، وهو يلعق جراحه بعد التقاعد، إلى كريبوار، المدير الذى أزاحه من منصبه، أنه يستطيع أن يستبصر حالة رعب يسقط فيها بير ستيرنز وشركات أخرى سوف تتبعه.

وتقاعد جيمس كاين، الرئيس وكبير المديرين التنفيذيين لبير ستيرنز لفترة طويلة، من منصبه التنفيذى فى يناير كانون الثانى من عام ٢٠٠٨، بعد تقارير محرجة أفادت بأنه أهمل الشركة أثناء أزمات ليلعب الورق والجولف. وخلفه فى المنصب آلان شوارتز (٢١٠). لكن بير ظلت تعانى من ثلاثة، وربما أربعة استحقاقات: كانت مدعومة برافعة مالية كبيرة؛ ولديها أكثر من عشرة مليار دولار فى عمليات الاقتراض الليلية التى يتعين استبدالها كل يوم؛ وكان الكثير من أصولها سندات للرهون العقارية بقيمة غير مؤكدة؛ وأخيرًا، لم تكن بير بنكًا متكاملا بقدر ما هى مجموعة من أنشطة الوساطة والاستثمار المحتشدة تحت سقف واحد. وأشارت ميزانية الشركة إلى قيمة صافية بلغت ١٢ مليار دولار، أو ٩٢ دولارًا للسهم؛ ومع هذا، وبدءًا من الاثنين تقريبًا، العاشر من مارس آذار، كانت الشركة محاصرة بإشاعات تقول إنها كانت تعانى عجزًا حرجًا فى النقد.

ونفى بير الاشاعات ولم يعتبرها جادة فى بداية الأمر. لكن الثرثرة تزايدت، وشعر شوارتز أنه مرغم على الظهور فى التليفزيون ليؤكد أن النشاط الاقتصادى

يمضى بسلاسة. ومما لا شك فيه أن بعضًا من مروجى الإشاعات كان لهم مأرب مالى، وهو بيع الأسهم على المكشوف (٢١١). وكان دور سى. إن. بى. سى فى بث النميمة بلا تحقيق أحد العوامل أيضًا. لكن بحلول ما بعد ظهيرة الأربعاء ثبتت صحة الشائعات: عملاء بير يسحبون أرصدتهم واحتياطها يتقلص. وعندما أدركت فى نهاية المطاف أنها قد تحتاج إلى نقد، دعت بير هذه الليلة على عجل مصرفها جى. بى. مورجان. وذهب رودجين كوهين، الشريك فى شركة سوليفان وكروموِيل القانونية المرموقة فى وول ستريت، فى رحلة مبكرة إلى واشنطن يوم الخميس وحذر ستيل فى وزارة الخزانة من أن بير تواجه "تحديات حقيقية". وبحلول نهاية اليوم كان بير يفتقر إلى مليار دولار من أوراق النقد، فى رقم من المؤكد أنه سوف يتزايد مع سحب الدائنين دعمهم يوم الجمعة؟ ومما لا يمكن تصديقا أن بير كانت تتعرض لخطر الإفلاس (٢١٢).

فى مساء الخميس، وفى يأس، تواصل شوارتز مع جيمى ديمون، رئيس مورجان. وأجاب ديمون على المكالمة بتوتر، فقد كان عيد ميلاده الثانى والخمسين، وكان يستمتع هو وأسرته بعشاء هادئ فى أرفا، وهو مقصف يونانى فى وسط مانهاتن (٢١٣). وقال شوارتز إنه بحاجة إلى قرض عاجل - قد يبلغ نحو ٣٠ مليار دولار. وقال ديمون، خارجًا من المقصف، أن هذا أكبر حتى مما تستطيع جيه. بى. مورجان أن تدبره - وعلاوة على هذا، أشار ديمون أنه لا يستطيع أبدًا أن يقر مثل هذا المبلغ دون مجلس إدارة الشركة. لكن ديمون قدم مساعدته رغم ذلك. أولا، اتصل هاتفيًا بجايتنر فى الاحتياط الاتحادى بنيويورك وقدم له إفادة بشأن محنة بير. ثم، اتصل بستيف بلاك، المشارك فى رئاسة البنك الاستثمارى لمورجان الذى عمل كشريك لديمون. وكان بلاك يقضى عطلة فى كاب جولوكا، وهو منتجع فى جزيرة أنجويلا الكاريبية، وأبلغه ديمون أن يعود إلى الديار. وتخلص فى عجلة من ملابس بركة السباحة، فسقط وكسر ضلعًا فى الصدر. وعاد إلى الديار وهو يتألم مر الألم.

في الوقت ذاته، أجرى مسؤولو الاحتياط الاتحادى فى واشنطن مؤتمراً ليليًا بالهاتف مع جايتنر فى نيويورك وبولسون وستيل فى وزارة الخزانة. ودار الحوار حول سؤال وحيد: أيجب عليهم أن يساعدوا بير ستيرنز؟ فقد يكون الفشل خطيراً لصناديق أسواق المال التى استثمرت أموالها فى بير، وأيضاً لمشتقات السوق. وخشى جايتنر من حالة رعب أوسع نطاقاً، كما حدث أثناء انهيار صندوق لونج تيرم كابيتال مانجمنت. وقال وارش، محافظ الاحتياط الاتحادى، إنه لا يريد الحكومة أن تضاجع بنكاً مشلولا من وول ستريت. ومال هو وستيل ضد التدخل. وعارض أيضاً كريس كوكس، رئيس لجنة البورصة والأوراق المالية، لكنه لم يتشدد فى معارضته. وكان برنانكى وبولسون مرتابين لكنهما لم يلتزما بشىء.

كان جايتنر هو الأقرب لوول ستريت، وكان يعرف أن المدراء فى شركات وول ستريت الأخرى كانوا يعتقدون أنه ستحل كارثة إذا فشلت بير. وكان الاحتياط الاتحادى فى نيويورك مؤسسة مهجنة - أقامها الكونجرس (مثل بنوك إقليمية أخرى) لتطبيق سياسة الاحتياط الاتحادى، لكنه اكتسب بعضاً من جوانب المؤسسة الخاصة. ومع أنه كان ذراعاً للحكومة، عمل الاحتياط الاتحادى فى تنسيق عن كثب مع البنوك الهادفة للربح التى ينظمها. وكان جايتنر زميلا لبرنانكى، لكن ديك فولد جلس فى مجلس إدارته. ومما له الأهمية نفسها، أن مشوار جايتنر المهنى تمثل فى العمل كموظف عام لا يجزع غريزياً من فكرة تدخل الحكومة. ودافع راعيه فى وزارة الخزانة، روبرت روبن، عن الإنقاذ الأمريكى للمكسيك وبعمله كوكيل وزارة للشئون الدولية فى نهاية تسعينيات القرن الماضى، كان جايتنر نفسه طرفاً رئيسياً فى استجابة الحكومة على الأزمة المالية التى عمت آسيا. وهو يجادل الآن بأن الحكومة يتعين عليها أن تنقذ بير ستيرنز وإلا ستعرض نفسها لانهيار شامل - تماماً كما كان يخشى بولسون وبرنانكى. ولأن وزارة الخزانة لا تستطيع أن تعمل دون إجازة من الكونجرس، كان لابد من الاحتياط الاتحادى[٢١٤].

وفى وقت مبكر يوم الجمعة، توصل المصرفيون والبيروقراطيون إلى إجماع. يقدم الاحتياط الاتحادى فى نيويورك قرضًا لمورجان ليمثل خطًا ائتمانيًا آمنًا لبير. (لم يكن لدى الاحتياط الاتحادى سلطة ليقرض مباشرة البنوك الاستثمارية. لكن مورجان كان وسيلة النقل؛ وكان الاحتياط الاتحادى هو الطرف الذى يتعرض للمخاطر). ومع أن القرض وفر متنفسًا فيما يبدو لبير، انخفضت الأسهم من ٥٧ إلى ٣٠ دولارًا يوم الجمعة. وأوضح الاحتياط الاتحادى أن القرض كان مؤقتًا ودعا إلى عروض استحواذ. ولم تستجب إلا شركتان: جيه. بى. مورجان وجيه. سى. فلاورز آند كو، وهى شركة أسهم خاصة حثت بير على بيع أسهم الصيف الماضى – وهى النصيحة التى تجاهلتها بير. وقضى العاملون فى فلاورز نهاية الأسبوع مقيمين فى مكاتب بير يتصفحون سجلاتها ويدخنون سيجار كاين غالى الثمن [٢١٥]. وأرسلوا إلى بروكس براذرز طلبا للأقمصة النظيفة (*).

وعمل مصرفيو مورجان فى إيقاعهم المسترخى المعتاد؛ فمكاتبهم تقع قبالة مكاتب بير فى الجانب الآخر من شارع ٤٧. لكن مع مراجعة أصول جارتهم، ومحفظة الرهون العقارية بخاصة، ازداد قلقهم. وبحلول يوم الأحد، أوشكت مورجان على الانسحاب.

ومع أن فلاورز كانت راغبة فى المزايدة دون مساعدة، اعتقدت الحكومة أن الأسواق سوف تستجيب بشكل أفضل إذا أُعطيت لاسم تجارى شهير. وتضرع بولسون وجايتنر لديمون كى يعيد النظر فى الأمر. ولعب جايتنر على إحساس كبير المديرين التنفيذيين بالمسؤولية، وعلى دور مورجان التاريخى كمنقذ لوول ستريت [٢١٦]. ويصعب رفض مثل هذه العروض من البنك المركزى. لكن إذا كان على ديمون أن يبرم

(*) وسوف يحكى لاحقًا جون أورورس، المدير التنفيذى فى فلاورز، لجمهور فى مدرسة أعمال قائلا "هذا ما تعيش عليه بروكس برازرز، فالمصرفيون فى البنوك الاستثمارية الذين لا يذهبون إلى المنزل يجلسون فحسب فى المكاتب ويحصلون على أقمصة جديدة". (المترجم)

الصفقة، فإنه يريد من الحكومة أن تساعد. وفي مكالمة عبر مكبر صوت الهاتف لبولسون وجايتنر، أوضح أنه - بمساعدتهما - راغب في تقديم، ربما أربعة دولارات مقابل السهم الواحد. وهذا السعر مقدم لشركة كانت يباع سهمها مقابل ٦٢ دولارًا في بداية الأسبوع!

وكانت إجابة بولسون مفاجئة: يجب أن يكون السعر أقل[٢١٧]. فقد كان الوزير شديد الحساسية للاتهام بأن واشنطن تساعد حملة الأسهم في بير، مما يخفف من تأثير الفشل وبالتالي يضعف الحوافز المفهومة للبنوك الأخرى لمراقبة مخاطرها. (بلغة الاقتصاديين، فإن السياسات التي تضعف مثل هذه الحوافز وتشجع الأفراد في تحمل مخاطر زائدة عن الحد تخلق "مجازفة أخلاقية"؛ وهو اتهام غالبًا ما وُجِّه لجرينسبان.) واستقر مورجان على شراء السهم مقابل دولارين مما أدى إلى صيحات الاحتجاج من بير. وبشكل جوهري، وافقت مورجان على أن توفر حائط حماية - يكفل تعاملات بير- حتى تستطيع بير الاستمرار في النشاط الاقتصادي إلى حين إتمام الصفقة، ووافق الاحتياط الاتحادي على تمويل الخسائر وامتصاصها فيما يتعلق بأكثر أصول بير إشكالا وقيمتها ٢٩ مليار دولار(*). أي أن يغطي دافعو الضرائب في الأساس عورة جيمي ديمون. وأُعلنت الصفقة قبل فترة قصيرة من الساعة السادسة مساء يوم الأحد. ولأول مرة في تاريخه، البالغ ٩٦ عامًا، يتدخل الاحتياط الاتحادي الأمريكي لإنقاذ بنك استثماري.

وكان لانهيار بير دلالات فورية ومقلقة لبنوك أخرى. فقد حول الاحتياط الاتحادي تركيزه إلى ثاني أضعف الشركات، ليمان، وأمرها بأن تقدم عرضًا الأسبوع التالي عن سيولتها، وقدرتها المحتملة على السداد. كانت المخاوف بشأن ليمان واسعة الانتشار.

(*) وقبل ذلك بشهر، عندما سئل بلاك على الملأ إذا ما كانت جيه. بي. مورجان قد تفكر في الاستحواذ على بنك استثماري، أجاب "على جثتي!" ومع أنها حصلت على بير بسعر زهيد، ظل الانطباع أن مدراء مورجان كانوا أقل حماسًا لما اشتروه. (المترجم)

فقد حث ويس أدينز، الشريك السابق فى ليمان، فولد بشدة على بيع الشركة. وأجاب فولد بثقة هى من سماته "سنكون بخير".

لكن فى عالم ما بعد بير، لم يكن المصرفيون متأكدين. ولم تكن مشكلة الرافعة المالية مقتصرة على ليمان. فبعد إنقاذ بير على الفور بدأ بارى زوبرو، كبير المسؤولين عن المخاطر فى مورجان يكبح انكشاف مورجان على الشركات الأخرى. واتصل بديفيد فانيير، كبير المسؤولين الماليين فى جولدمان، وجون تاين، الرئيس التنفيذى لميريل. (كان زوبرو يعرفهما منذ أيامه فى جولدمان.) وكانت رسالته موجهة إلى كل وول ستريت. وأخبرهما دون مواربة أن نموذج النشاط الاقتصادى للبنوك الاستثمارية تغير، وأنه يتعين عليهما أن يعملا برافعة مالية أقل كثيراً.

لم يكن زوبرو يقدم وجهة نظره فحسب. كان جيه. بى. مورجان وبنك نيويورك جهات مصرفية لوول ستريت (عرفوا بأنها جهات مصرفية ثلاثية الأطراف، لأن كل عملية من تعاملاتها كان يشارك فيها عميل و وسيط بالإضافة إلى بنك). وهكذا، سيطرا على تدفق المال الذى يدخلانه إلى البنوك الاستثمارية ويخرجانه منها كل يوم. ومول وسطاء وول ستريت بصفة عامة تعاملاتهم وأنشطتهم الاستثمارية بالاقتراض الذى يتم خلال اليوم من البنوك العميلة مثل مورجان - التى يتعهدون لها بأوراق مالية كضمان. وفى السادسة أو السابعة مساء كل ليلة عندما يكون يوم التعامل قد انتهى، يصفى كل وسيط وبنكه الحساب. لكن البنك يكون فى خطر إذا انخفض الضمان أثناء اليوم.

وتزايد قلق مورجان بشأن جودة الضمان. ففى يوم من الأيام، كانت أذون الخزانة هى وحدها المقبولة، لكن أثناء الازدهار، كانت التعاملات تمول بكل أنواع السندات الأقل جودة. وكانت رسالة زوبرو هى أن يقرض مورجان بحذر أكبر وللضمان الأعلى جودة فقط. وكان هذا مثل تضييق الشريان الذى يتدفق عبره دماء حياة وول ستريت. ربما سرت هبة خطر فى الأسواق؛ ففى يوم الاثنين انخفضت أسهم ليمان سبع نقاط.

وقدم بولسون إفادة للرئيس بوش بشأن الأزمة فى ذاك اليوم، وكشف عن خطة يستخدم فيها فاني وفريدى ليشتريا المزيد من الأوراق المالية للرهون العقارية كوسيلة لمساعدة البنوك المتعثرة بشدة. وأكد على أن الوكالات سوف تجمع رأس المال لاحقًا. وسأل الرئيس: "أهذا بمقدروها"، وأجاب بولسون: "نأمل ذلك."[٢١٨]. وبعد ذلك بيومين، أُعلنت الصفقة: يسمح مكتب الرقابة على مشروعات الإسكان الاتحادية للتوأمين أن يوسعا رأسمالهما باستثمار ٢٠٠ مليار دولار أخرى فى الإسكان؛ وفى موعد غير محدد الأجل فى المستقبل تحاول الشركات شراء الأسهم.

كان هذا مخططًا رائعًا وهو ما لابد أن بولسون قد اكتشفه. كان فاني وفريدى على وشك عدم القدرة على السداد؛ واستخدامهما كعناصر فعالة لعلاج داء السوق هى مخاطرة بنقل العدوى إلى التوأمين بشكل أكبر. واعتبر رودريجيث، المستثمر، الخطة إجراء ميئوس منه قد يؤدى إلى إنقاذ من دافع الضرائب. وأشار إلى "أنهما ليسا فى وضع يمكنهما من معالجة أزمة الرهون العقارية هذه التى خلقاها فى الأصل، لأن ميزانيتهما العامة مشوبة بأنشطة غير سليمة دافعها الربح". وإذا فشلت الخطة الأحدث، فسوف تضطر واشنطن إلى تعميم خسائر فاني وفريدى[٢١٩].

وأُنتقدت جهات التنظيم على نطاق واسع بسبب المرتين التى تدخلت فيهما، وفى حالة بير بخاصة. وبالنسبة إلى المنتقدين فإنقاذ بير هو وعد بتقديم يد المساعدة فيما يبدو للشركة المالية التالية، ولا يهم مدى تهور من يأتى مهرولا طلبًا للمساعدة. وأكد برنانكى على أن بير حالة خاصة وليس النموذج الذى سيحتذى فى الأزمات التالية[٢٢٠]. لكن الاحتياط الاتحادى وطئ أرضًا بكرًا والمشهد لن يعود لسابق عهده بسهولة. والحكومة لم تفعل إلا إجبار شركتين على الاندماج بل وأملت السعر. وبالإضافة إلى هذا، طمس الاحتياط الاتحادى التمييز، والذى أثبت الزمن صدقه، بين مؤسسات الإيداع (البنوك) وشركات الاستثمار. ومع أن للاحتياط الاتحادى اهتمام بكل جزء من الاقتصاد لكن نطاقه القانونى لا يمتد إلا إلى البنوك. وبموجب النصوص والممارسات راسخة القدم، فالاحتياط الاتحادى هو مصرفى للبنوك - ليس لشركات الاستثمار أو لمصنعى

السيارات أو السكك الحديدية. وهذا ما أجبر كرايسلر، فى عام ١٩٨٠، على التوجه إلى الكونجرس للحصول على إنقاذ، وهذا سبب فشل شركات الاستثمار المترنحة (مثل دريكسل بورنهام لامبيرت) فى غالب الأحوال.

وانتاب القلق بولسون وبرنانكى وجايتنر من أن التمويل الحديث كان مترابطًا لدرجة لا يمكن معها الحفاظ على التمييز. فكل شركة مالية، بل والكثير من الشركات الصناعية، مرتبطة بالمشتقات المالية. ومن أحلك مخاوف الجهات المنظمة ترعرع شبح ردود الفعل المتصلة - أن يصيب عدم إبرار شركة بتعهداتها شركة أخرى سريعًا. ولإقراض بير، استشهد برنانكى بفقرة غامضة من قانون الاحتياط الاتحادى لعام ١٩٣٢، تجيز للاحتياط الاتحادى أن يقرض مؤسسات غير بنكية فى "الظروف غير الاعتيادية والملحة". وكان اعتماده على تشريع لحقبة الكساد أكثر من مجرد أمر رمزى. وانتاب الجهات المنظمة القلق بشأن أنه إذا فشلت بير وبعدها باقى شركات وول ستريت، فسوف يعانى الشارع التجارى كسادًا مدمرًا. وأرسل الاحتياط الاتحادى اثنين من المنظمين إلى كل بنك استثمارى آخر حيث استقرا بشكل دائم. كان هذا شيئًا جديدًا - وأسدل دثار مبهم على صخب وول ستريت المهجور.

وبعد دقائق من إنقاذ بير، أعلن الاحتياط الاتحادى بدعة مدوية أخرى. بإنه سوف يفتح إدارة الخصم - التى لم تكن ترحب إلا بالبنوك منذ عام ١٩١٣ - لعمليات الإقراض الليلية أمام البنوك الاستثمارية وشركات وول ستريت الأخرى. وبالدرجة نفسها من الإدهاش، قال البنك المركزى: إنه سوف يقبل بأوراق مالية تصنيفها أقل من ثلاثة إيه. - حتى الأوراق المالية للرهون العقارية - كضمان. ولأن المصرفيين، الذين تحركهم الرغبة فى الربح، كانوا غير راغبين فى الإقراض مقابل ضمانات منخفضة القيمة، فقد قام الاحتياط الاتحادى بالأمر بنفسه[٢٢١]. ولم يصبح الاحتياط الاتحادى مصرف وول ستريت فحسب، بل كان راغبًا فى قبول سندات وول ستريت. وكى ينعش الاحتياط الاتحادى الأسواق بشكل أكبر، خفض معدلات الفائدة.

وكما جادل البعض، لم تحرض هذه الإجراءات الشركات على الفشل، لكنها أدامت قدرتها على خوض ذاك النوع من المخاطر الذى يحتمل أن يؤدى إلى الفشل. وشجعت، بشكل خاص، المقرضين على مواصلة الإقراض. وركزت الصحافة على إذا ما كان السعر الذى دُفع لأسهم بير فرض عقوبة كافية على حملة الأسهم،(*). لكن المجازفة الأخلاقية الحقيقية تمثلت فى أن الناس الذين أقرضوا بير لم يتكبدوا ألمًا على الإطلاق. لقد كوفئوا فى الحقيقة. وقبل الاستحواذ، كانت مديونيات بير يتم الاتجار فيها بخصم. (كانت سندات ديونها أقل قيمة من القيمة الاسمية أو "متعادلة"). وبمجرد أن أصبحت ديونها التزامًا لدى جيه. بى. مورجان عادت إلى قيمتها الاسمية. ونصح روبرت باربيرا، الاقتصادى البارز فى وول ستريت، الزبائن تلقائيًا بأنهم يستطيعون الاعتماد على الولايات المتحدة فى الوفاء.بديون وول ستريت[٢٢٢]. وبفضل الاحتياط الاتحادى، استطاع الإقراض أن يستمر؛ ومن ثم استمر وهم القدرة على السداد.

وخفض معدل الفائدة ، واشتراط تقديم القروض للبنوك الاستثمارية وحث فانى وفريدى على أن يكونا أكثر فعالية فى السوق - كل هذا عالج مسألة السيولة، بينما قلب المشكلة كان فى عدم كفاية رأس المال[٢٢٣]. إشاعة السيولة فى الأسواق قد يساعد لكنه لن يعيد العافية إلى البنوك المريضة. وفى جهودها متعددة الوجوه، عبرت الحكومة خطًا خطيراً. فبدون بحث عام (أو حتى مناقشة) وعلى قاعدة قانونية هشة، أمم الاحتياط الاتحادى و وزارة الخزانة بالفعل مسؤولية الالتزامات الخاصة[٢٢٤]. وبينما أصر بولسون مثل برنانكى على أن دور الحكومة انتقالى، فقد كشف الوزير ورئيس الاحتياط الاتحادى كلاهما عن نزعة تدخلية تناقض ميولهما الجمهورية. وبدأ الاثنان عملية، بمجرد الشروع فيها فمن الصعب إجهاضها. وكما قال رودريجيث "من

(*) وفى وقت لاحق من مارس آذار، تم رفع الأسعار إلى عشرة دولارات للسهم لتحاشى التصويت بالرفض من حملة الأسهم. (المترجم)

غير المقنع أن يستطيع الاحتياط الاتحادى أن يعرض موازنته العامة لمخاطر أكبر"، دون أن يضع فى نهاية المطاف المزيد من عمليات التحكم على كيفية تصرف وول ستريت، أو أن يعمق تورطه بشكل أكبر. "لقد عبرنا نهر اللا عودة وصولا إلى حقبة مالية جديدة".

كان رد الفعل الأول وسط التجار هو الشعور بالارتياح. فالقدرة على السداد حال سارة، وفكرة أن الحكومة سوف تقدم حائط حماية لكل من يحتاجها كان عقاراً مرحبا به. وسُمع مدير صندوق تحوط وهو يقول لشريكه "أعتقد أننا وصلنا القاع" - وهو تردد لإحساس داخلى بوقوع واقعة من سان فرانسيسكو إلى نيويورك إلى جرينويتش. وصرح جون ماك، كبير المديرين التنفيذيين فى مورجان ستانلى، علنًا أن الأزمة قاب قوسين أو أدنى. ورأى لويد بلانكفين، كبير المديرين التنفيذيين لجولدمان، أن البؤس أقرب إلى نهايته وليس بدايته[٢٢٥]. وانتعشت الأسواق منذ إنقاذ بير حتى مايو أيار. وقفز مؤشر داو من ١١٧٠٠ عائداً إلى ١٣٠٠٠؛ والأهم، أن أسعار السندات ومن بينها أسعار سندات الرهون العقارية الأعلى تصنيفًا ائتمانيًا عاودت انتعاشها.

لكن شيئًا لم يتغير فى الأسس، أى فى الاقتصاد الأساسى. تسلل التأخر عن سداد الرهون العقارية عالية المخاطر صاعداً إلى ١٦ فى المئة. وأصبح واتشوفيا، الذى فسدت محفظته المالية الخاصة بجولدن ويست التى استحوذ عليها فى الآونة الأخيرة، أحدث البنوك الكبيرة التى تسجل خسائر هائلة. وسجلت سيتى جروب المزيد من عمليات خفض للقيمة الدفترية لأصولها. وواصلت أسعار المنازل انخفاضها. بل أكثر من هذا، بدأت الأنشطة الاقتصادية فى الشارع التجارى تبدى عسراً. وشهر بعد شهر، أحصى مكتب إحصاء العمالة وظائف أقل - فى منعطف مقلق لاقتصاد يعتبره البنك المركزى يتقدم. لكن الأسواق فسرت هذه البيانات بلطف أكثر، كما تميل لأن تفعل. فلدى وول ستريت نافذة يجمع منها رأس المال، وفعل ذلك عدد من البنوك[٢٢٦]. وانتعشت التعاملات، وظهر المشترون كما ظهر البائعون وإن يكن عند أسعار منخفضة للغاية.

وشعر المصرفيون، إن لم يكن بالانتصار، بأمل أكثر مما شعروا به في شهور. واستعادوا بعضًا من خيلائهم. ووجه مايكل بيرى، رئيس بنك أندى ماك، مقرض الرهون العقارية الذى يتخذ من كاليفورنيا مقرًا وأسسه أنجلو موزيلو، الاتهام بأن شركته عانت بغير وجه حق بسبب الانخفاض فى الأوراق المالية للرهون العقارية. وقال لمستثمرين "فى رأيي... لا تمثل هذه [الأسعار] بحال من الأحوال قيمة الاقتصاد". وطمأن بيرى مستمعيه بأن آندى ماك يتمتع برأس مال جيد(٢٢٧). وأظهر كيرى كيلينجر، رئيس واشنطن موتشوال الذى صمم القروض القابلة فائدتها للتعديل لتباع بالتجزئة على نطاق واسع، صلفًا مشابهًا. ومع أن البنك كان محاصرًا بخسائر، قال كيلينجر لحملة الأسهم القلقين، فى اجتماع سنوى، ليهدئهم: "لتتحلوا بقليل من الإيمان". لأن "أيام رائعة" تنتظرنا(٢٢٨). وتفقد عرض عملية استحواذ من ديمون فى جيه. بى. مورجان، ووجد أن عرضها ثمانية دولارات للسهم غير جدير بالنظر. ودبر جون تاين، الذى كان متفائلا أيضًا، عطاءات، لكنه تردد فى تقليص محفظة ميرل من التزامات الدين المكفولة بضمان(٢٢٩). كان البيع يعنى إدراك وقوع خسارة والاضطرار إلى إعادة التزود برأس مال. وعدم البيع كان يعنى أنه اعتقد أن الأسعار ستكون أعلى لاحقًا. ولم يكن من الممكن زحزحة تاين عن موقعه. وفى الربيع، وظف اثنين من أصدقائه السابقين فى جولدمان، وكفل لكل واحد منهما عشرات الملايين من الدولارات- فى دليل جديد على انفصال الرواتب عن حال البنك الذى كان يخسر مليارات الدولارات كل ربع سنة(٢٣٠).

كان المنظمون فى ذاك الربيع أكثر قلقًا من المصرفيين. فقد تمزقوا بين رغبتهم فى توسيع صلاحياتهم وأمانيهم فى ألا يبدو مبالغين فى تدخلهم أو غير مبالين بالمجازفة الأخلاقية. وأكد جايتنر فى شهادة أمام مجلس الشيوخ أن الاحتياط الاتحادى لا يقرض إلا إلى "المؤسسات السليمة"، مع أن هذا الوصف لا يكاد ينطبق على بير ستيرنز (٢٣١). لكنه، مثل بولسون وبرنانكى، كان قلقًا من أن نطاقهما محدود للغاية. ويجب ألا يكون النظام بهذه الهشاشة لدرجة أن يعتمد على الارتجال غير القانونى المفتعل.

وظلت وزارة الخزانة والاحتياط الاتحادى قلقين بشأن البنوك الاستثمارية المتبقية، وليمان بخاصة. واستضاف ديڤيد ناسون من وزارة الخزانة جلسات عمل مع مسؤولين من الاحتياط الاتحادى ولجنة البورصة والأوراق المالية، لفحص ميزانية ليمان، ودارسة أصولها بجماس دارسى التلمود. وحاول ستيل، وكيل وزارة الخزانة، مفكراً كأحد مصرفى جولدمان حيث كان أحدهم ذات يوم، أن يدعوا إلى عملية اندماج وقائية. وقال ستيل بحماس بعد أن اتصل بروبرت دايموند، رئيس باركليز كابيتال، (الوحدة التابعة للبنك البريطانى) "ليس لدى سلطة رسمية – أنا أطرح أفكاراً – لكن إذا انخفضت الأسواق مرة أخرى وانكشف ليمان، فهل هناك سعر ستشتريه عنده، وإذا حدث هذا، فكيف يمكننى أن اساعد؟" رغماً عنهم، أصبح مفكرو السوق الحرة فى واشنطن مفكرى تخطيط مركزى.

ولم يبع فولد. فقد علق، فى الحقيقة، ممارسته السنوية ببيع أسهمه الشخصية فى ليمان التى كان يمتلك منها نحو عشرة ملايين سهم، عندما شعر فيما يبدو أن أسعارها منخفضة للغاية. بل إنه طلب غطاء (اقترض مقابل) قيمة مليونى سهم، فى صلف ضاعف من خطورة مراهنته [٢٣٢].

كان فولد، على أى حال، قلقاً بشدة على مكانته فى واشنطن. وتناول العشاء هو وبولسون فى أبريل نيسان؛ وحدث هذا مباشرة بعد أن جمعت ليمان أربعة مليارات دولار من أسهم ممتازة، وهو من الطبيعى أن يشيد به بولسون. وعاد فولد من العشاء، ومثل صبى متحمس بسبب تقريظ معلمه، أرسل رسالة بريد الكترونى إلى توم روسو، نائب رئيس ليمان، قال فيها "١- لنا مكانة كبيرة فى الخزانة. ٢- أعجبنى جمعنا لرأس المال" [٢٣٣].

وبشكل انفعالى، فهم فولد، الذى كان مغروراً ويشعر بعدم الأمان فى الوقت نفسه، أن هناك حاجة لكبح أى علامة خارجية تدل على الافتقار للثقة. وقبل بيع الأسهم الممتازة، دبرت ليمان استثماراً من وارين باڤيت، معتقدة أن دعماً من جامع الأسهم الشهير سوف يعزز الثقة العامة. كان باڤيت راغباً فى الشراء لكن بشرط

تقليص السعر إلى الحد الأدنى. وقلق مصرفيو ليمان من أن تبدو الصفقة كما لو أنها عمل متهور فرفضوها. وتخلل الشركة التوتر بين الثقة والقلق المض. وفى اجتماع رفيع المستوى للإدارة فى أبريل نيسان، واجه سكوت فريدهايم، الرئيس الإدارى المساعد لفولد، المجموعة وأعلن "ذهبت بير. الواضح للجميع الآن أننا الأصغر". وشعر باولو تونتشى، أمين الخزانة الشاب فى ليمان، أن الشركة أكبر وأفضل من بير، وأكثر ترجيحًا أنها سوف تنجو. وحافظ ائتمانها على مستوى الاستثمار، ومثل عدد من منافسيها، حققت الشركة أرباحًا، فى الربع الأول من عام ٢٠٠٨. لكن رافعتها المالية التى زادت على نسبة ٣٠ إلى ١، كانت ببساطة كبيرة جداً. ومنذ بير، انشغلت ليمان بتقليص أصولها، لكن أسواق الأوراق المالية للرهون العقارية الأكثر خطورة ظلت فى حالة تجمد سرمدى. وفى علامة على المخاوف المتصاعدة بشأن ليمان، ألغت موديز توقعاتها الإيجابية للشركة.

مثل هذا القلق امتدَّ من أعلى وول ستريت إلى أدناه. وفى مراسلة سرية فى أبريل نيسان، قارن روسو، وهو من ليمان، وول ستريت ببنك يعانى عملية سحب هائلة للودائع. وركز على الافتقار إلى الائتمان وخاصة توريق الأصول مثل الرهون العقارية. وكان التأثير معرقلاً للغاية كما أشار روسو "على البنوك جمع رأس مال ما لم، وحتى، تستطع أن تقرض المال".

وتمثلت أكثر العلامات تأكيداً على عدم راحة وول ستريت فى الضيق الذى رد به فولد وروسو، بالإضافة إلى مدراء من بنوك أخرى، على ظاهرة البائعين على المكشوف – صناديق التحوط وآخرون كانوا يراهنون على أسهمهم. والبيع على المكشوف ملمح قانونى ومبرر أيضًا فى الأسواق يسمح للمتعاملين بأن يسجلوا الإيمان السلبى وأيضًا الإيجابى. فى الواقع، كانت شركات وول ستريت مروجًا نشطًا للبيع على المكشوف ما دام أن الأسهم التى تباع على المكشوف ليست أسهمهم. الآن يوبخ كبار المدراء التنفيذيين لجنة البورصة والأوراق المالية مطالبين بحملة مشددة.

ولم ير كبار المدراء التنفيذيين، فى دفاعهم، سوى أن بير على وشك الموت، وحملات البيع على المكشوف ضد شركات وول ستريت الأخرى - خاصة ليمان - تقف على حافة الافتراس نفسها. وتواترت الاتهامات بشأن "البيع على المكشوف لأسهم غير مملوكة للبائع"، وهو إجراء تكتيكى فاسد يحتمل فيه التلاعب بشكل أكبر بالأسعار(*). أشاع البائعون على المكشوف انتقادات لاذعة ضد أهدافهم، وغالبًا ما تضمن قضايا محاسبية معقدة يصعب تقرير حقيقتها. وزعم البائعون على المكشوف أن ليمان لم يخفض بشكل ملائم قيم عقاراته - وهو اتهام كانت الأسواق حساسة تجاهه بشدة - وأن إداراتها مضطربة وأن فولد فى سبيله إلى الخروج. وغطت الصحافة الجانبين، لكن مجرد ذكر قضية محاسبية كان كافيًا لإلحاق الضرر.

وفى مجتمع مفتوح لا يمكن تفادى(**). انتقادَ أسهم ما وتأثيرات الانتقادات غير المبررة تكون مؤقتة بصفة عامة. لكن الأسهم المالية، كما رأينا، سريعة التأثر بشكل خاص لحالات الذعر الشديدة والدرجة المرتفعة من الرافعة المالية تركتها عرضة بشكل فريد لحالات الذعر هذه. ولا يمكنها حتى التعرض لتقليل عابر من القيمة، لأنها قد لا تعيش حتى تشهد تصحيح المسار. وإذا ترك ارتفاع درجة الرافعة المالية البنوك عرضة للمخاطر، فهذا بالطبع خطأهم. وبعد بير، ضاق الشّرك بشكل ملحوظ. وارتفعت أسعار الاقتراض للأجل القصير فى أسواق الأوراق التجارية بشدة

(*) عندما يبيع زبون على المكشوف أسهما لا يمتلكها ويكون على وسيطه أن "يحدد" الأسهم التى قد يجرى إقراضها وتسليمها فى نهاية المطاف لخفض الأسعار فى السوق. وأحد سبل تفادى لب القاعدة هو أن يحدد عدد من البائعين على المكشوف الأسهم نفسها مما يعنى أن الأسهم التى ستباع على المكشوف ستكون أكثر من المتوافرة للتسليم. وتم تلخيص هذا التعقيد المؤسف ببلاغة فى أغنية قصيرة نسبت إلى الثرى الفاسد من القرن التاسع عشر دانييل درو "من يبيع ما لا يملكه يجب أن يعيد شراءه أو يذهب إلى السجن". (المترجم)

(**) يحظر تقييد ملائم على حرية التعبير فى سياق أسواق الأوراق المالية النشر المتعمد للأخطاء بغرض التأثير فى الأسعار. وفى الممارسة فمن الصعب رصد عملية التلاعب والأصعب إثباتها. (المترجم)

مع تقدير المقرضين للمخاطر. وأدركت البنوك فجأة عدم توافق خطير في تمويلهم. ومع أن أصول البنوك كانت طويلة الأمد، فقد قصر أمد استحقاقاتها. كان نحو ثلاثة أرباع تريليون دولار من سندات وول ستريت من المقرر أن تبلغ تاريخ استحقاقها في ١٥ شهراً. فمن ذا الذي سيعيد تمويلها؟[٢٣٤]. ولم تبق بيوت وول ستريت، التي طالما كانت سادة تمويل البلاد، لنفسها إلا القليل من البدائل. ومع اقتراب موعد الاستحقاقات على ديونهم، أصبح إشعار العامين إشعاراً لعام واحد، وأصبح السند المستحق الدفع في ١٨ شهراً مستحقًا في ستة شهور، وهكذا دواليك. وأصبح المودعون أقل رغبة في أن يذهبوا إلى المنزل ليلا ولديهم أموال مدين بها ميريل أو ليمان لهم؛ وعاش وول ستريت، بحكم واقع الحال، على حمية غذائية من السندات قصيرة الأجل. ولا عجب أن يكون فولد عصبيًا.

الفصل العاشر

الترنح

كيف يمكنك العيش في عالم البجعة السوداء؟(*).

توم روسو

بدأ ليمان يترنح في الأسبوع الثاني من يونيو حزيران. وبترنحه في الربع الثاني، بدأ ليمان أول خسائره كشركة عامة، في نزيف اقترب من ثلاثة مليارات دولار. وسريعًا تملك القلق مدراءه التنفيذيين الذين كان معظم رأس مالهم الصافي مرتبطًا بالأسهم الآخذة في الانخفاض لليمان حيث هبطت نصف قيمتها منذ بداية العام. وسمع سكيب مكجي، رئيس الاستثمار المصرفي، غمغمة من عامة الموظفين في دلالة خافتة على التمرد. وخلال عطلة نهاية الأسبوع في السابع من يونيو حزيران، ذهب إلى مكتب فولد وتوسل إليه أن يغير النهج - ربما بإقالة عدد من المسؤولين عن هذا. وفي يوم الاثنين، واصل مكجي الضغط، ووجه إلى فولد ما وصفه بأنه "رسالة بريد إلكتروني تمثيلية" من مصرفي لليمان في أوروبا جاء فيها: "المزاج أصبح حقًا مخيفًا [خطأ إملائي في نص الرسالة] في الأيام القليلة الماضية ولأول مرة أشعر بقلق حقيقي أن كل العمل الشاق الذي قمنا به في السنوات الستة أو السبعة الماضية قد يتبدد سريعًا جدًا" (٢٣٥).

(*) ناقش نسيم نيقولا طالب في كتابه "البجعة السوداء" تأثير الأحداث البعيدة بشدة عن الاحتمال والتوقع. (المترجم)

وفى اجتماع للجنة تنفيذية فى وقت لاحق من الأسبوع، أعلن فولد بغضب: "إذا كنتم جميعًا تعتقدون أن الأمر رهيبًا للغاية فما الذى يجب أن نفعله؟" ودعا مكجى أولاً. وقال مكجى ماطا لكنته التكساسية (*): إنه يتعين أن يتحمل أحد المسؤولية. ويتعين على ليمان أن تحدث تغيراً فى إداراتها العليا. وبعد أن انتهى مكجى، دعا فولد الآخرين. ولم يجرؤ أحد منهم على أن يمس موضوع القيادة. وفى هذه الليلة، قال مكجى لزوجه "قُضى على، سوف أنتهى بحلول نهاية الأسبوع". لكن عدداً آخر من المصرفيين ذهبوا إلى فولد، وقالوا له على انفراد إنهم يتفقون مع مكجى. وأدرك الرئيس جو جريجورى أن التمرد الناشئ استهدفه، واستقال هو وأيرين كالان، كبير المسؤولين الماليين، فجأة. وحل بارت مكداد، الرئيس الهادئ والدمث الأخلاق لإدارة الأسهم، محل جريجورى. ودعا على الفور إلى تحقيق تمثل فى توجيه السؤال الاتهامى التالى: "كيف سمحنا لأنفسنا أن نصبح منكشفين إلى هذا الحد؟" رأت الشركة "علامات تحذير"، والمبالغة فى قيمة الموجودات كانت الإجابة دون مواربة، لكن الشركة فشلت فى الرد على الفور (٢٣٦).

وكان الناس من الخارج لا يزالون يرون فى ليمان مخلصًا. حتى فى غمرة الاضطراب الإدارى فقد جمعت ليمان ستة مليارات دولار فى طرح أسهم خاص. ومع أن الأسهم كان متمتعة بخصومات، أثبت الطرح أن فولد وشركته مازالا يحظيان باحترام كبير. وأشار أحد المستثمرين المنبهرين إلى "الحصانة الرائعة" لليمان. كان هذا اختياراً هزيلا للكلمات. فإذا كان لليمان حصانة على الإطلاق، فقد كانت فى قطاع من وول ستريت (تمويل الرهون العقارية) لم يعد موجوداً.

وفى تحرك سريع، أعاد مكداد توظيف مايكل جيلباند، المصرفى الذى أُبعد لأنه حث على أن يقلص ليمان مخاطره. وبدأ جيلباند، فى يونيو حزيران على الفور فى

(*) نسبة إلى لهجة سكان ولاية تكساس الأمريكية. (المترجم)

إقناع التجار فى أن يتخففوا من الرهون العقارية ويقلصوا الرافعة المالية للشركة. ومن المذهل أنهم ترددوا فى البيع. وشعروا أن الأسعار ببساطة منخفضة للغاية. (لا شىء يوتر مصرفيًا مثل عندما يرفض السوق الإذعان لرأيه) واعتقد روسو، نائب الرئيس، أن الأوراق المالية للرهون العقارية شذت عن النهج كثيراً، واشترى كمية كبيرة من السندات المدعومة برهون عقارية لأطفاله. وكان الإذعان لمثل هذه الأسعار بالنسبة لروسو بمثابة العيش فى عالم "البجعة السوداء" الذى تكون فيه الدخول فى مخاطرة محظور تمامًا مخافة حدث غير محتمل لكنه كارثى. وكان هذا تحديداً الطريقة التى لم يدر بها وول ستريت الأعمال. واستندت كل مراهنة صغيرة، وكل تكتل من المراهنات على الايمان بأن حدوث انهيار مدمر ليس إلا احتمال نظرى، أى موضوع لا يصلح إلا للجدل فى غرفة المعيشة.

وكان فولد الذى انتقل إلى دور السفير فى حين تولى مكداد مهمة العمليات، على اتصال مستمر مع المنظمين والمستثمرين وزمرة من المستشارين فى وول ستريت. ولم ينقطع عن مهاتفة بولسون.[٢٣٧] وكان الجميع يقولون له الشىء نفسها: أجمع رأسمالا وتخلص من سندات العقارات – بل من الأفضل أن تبيع الشركة. وصرخ لورانس فينك، رئيس بلاك روك، وهى شركة إدارة استثمارية، فيه عمليًا، بأن يبيع (*).

وفعل بولسون لشىء نفسه، وحض فولد على أن يبيع الأسهم عندما يستطيع. وبناء على حث بولسون وستيل، خاطب فولد باركليز متململا بشأن عملية اندماج محتملة. وكان البنك البريطانى نهمًا للتوسع فى وول ستريت، لكنه لم يرد الاستحواذ على ليمان إلا بخصم كبير فى أسعار الأسهم. وبعد أن رأوا جيمى ديمون قد انتزع بير ستيرنز مقابل سعر زهيد، لم يرد أحد آخر فى وول ستريت أن يدفع أسعار

(*) إنها شهادة على قدرات فولد على الإقناع بأن يشارك فينك مع هذا (نيابة عن بلاك روك) فى طرح الأسهم الخاصة لليمان. ربما كان المستشارون يطلبون من فولد أن يخرج، لكنهم كانوا يشاركونه، إلى حد ما، إيمانه بقدرة ليمان على البعث. (المترجم)

التجزئة. وبينما كان فولد ينتظر، خسرت الأسهم مكانتها باطراد. وخلال شهر يونيو حزيران، انخفضت الأسهم من ٣٧ إلى ٢٠ دولارًا.

حتى لو لم يكن فولد راغبًا في صفقة باركليز، فلم يكن لديه خيار سوى الاستمرار في خفض الرافعة المالية. وكان لدى ليمان ثلاث مجموعات من مشاكل الأصول: قروض شركات سيئة، ورهون عقارية سيئة، وعقارات تجارية سيئة. كان مازال بالإمكان بيع قروض الشركات، وإن يكن بخصم، وبيع رهون العقارات السكنية، وهي منتج عام في الأساس، بخسائر كبيرة للغاية. وكانت أصول العقارات التجارية هي الأسوأ بكثير، وظل منها، بحلول يونيو حزيران، ما قيمته مبلغ باهظ وصل ٤٠ مليار دولار[٢٣٨]. وتضمن هذا مجموعة مذهلة من ألفي عقار: شقق من صفقة أركستون، ومبان إدارية، وأراض من كاليفورنيا، ورهنٌ عقاري في ريتز - كارلتون. وفقد السوق الثقة في أية قيمة تضعها ليمان فيها. ولم يكن من الممكن تجنب الخوف من تقليص قيمة مثل هذه الأصول، وكانت وكالات التصنيف الائتماني تبعث برسالة واضحة مفادها أن ليمان يتعين عليه أن يخلص نفسه من العقارات تجارية، لكن بيعها كان عملاً شاقًا، يجري على أساس قرض بقرض، يمتلك فيه المشترون كل المزايا.

بعد فترة وجيزة من اليسر في مايو أيار، تجمدت أسواق الائتمان مرة أخرى؛ وضاقت فرص بيع الأصول. وكان لهذا دلالا ت خطيرة. وحرص جيه. بي. مورجان، الذي كان قلقًا من دوره كمصرف ثلاثي الأطراف منذ انهيار بير، على تقليص مخاطره في تمويل ليمان للعالم. كانت الدرجة الدقيقة لانكشاف مورجان على ليمان مسألة محل جدل، كحال قيمة الأوراق المالية لليمان التي احتفظت بها مورجان كضمان. ما كان مؤكدًا هو أنه في يونيو حزيران، طلب مورجان خمسة مليارات دولار في صورة ضمان أعلى درجة. ومع أن الأطراف تستطيع التفاوض، وتفاوضت بالفعل في البنود، لكن العلاقة كانت غير متساوية. فلو أراد ليمان أن يبقى في النشاط الاقتصادي لتعين عليه أن يرضي مورجان في نهاية المطاف. وكان هذا يعني أنه يتعين على ليمان أن تقترض

أقل أو تدعم كل قـرض بمزيد من الأوراق الماليـة (أو بأوراق مـاليـة أفـضل جـودة). باختصار، كان عليها أن تنكمش.

وبحلول نهاية ربيع عام ٢٠٠٨، وقع وول ستريت بأسره فى هذه الدائرة الجهنمية. وعاودت أسعار الأوراق المالية للرهون العقارية انزلاقها الممل، ومع حدوث هذا، تآكل رأس المال. وكلما باعت البنـوك، أو حـاولت البـيع، قل مـا تجنيـه الأوراق الماليـة للرهون العقارية. وبحلول يونيو حزيران انخفض مؤشر لسندات الرهون العقارية ثلثين فى عـام، مما أذاب مـيزانيـات كـانت مـتينة من قـبـل، كمـا لو أنه نسـخـة مـاليـة من ارتفاع حرارة الكوكب. وهزت الترددات من أسواق الرهون العقارية متوسط داو جونز الذى عـانى من انخـفـاضـات قـوية ثلاثيـة الرقـم. وارتفـعت بشـدة عـمليـات التـأخـر عن السـداد إلى قـمـة جـديدة - لم تكن مـتوقعـة بالمرة فى نماذج وكـالة التصـنيف - بلغ ١٨ فى المئة [٢٣٩]. ولم تستطع المؤسسات التى طالتها الرهون العقارية عالية المخاطر تفادى الدمار الجمـاعى. وتوقع كين طومسون، كبير المدراء التنفيذيين، فى واتشوفيا، قبل ذلك بعامين أن استحواذه على جولدن ويست قد يؤدى به إلى الإقالة. وفى يونيو حزيران حدث هذا.

ومع هبـوط الرهـون العـقـارية عـاليـة المخـاطـر، اضطرت إيه. أى. جـى إلى احتجـاز جزء كبير من الأموال مع شركاء التجارة - فى فدية ضد احتمال ألا تفى بوعدها فى مقايضات العجز عن سداد الائتمان. وبحلول يونيو حزيران، تضخمت الفدية إلى ١٤ مليار دولار. وعرضت مبالغ التغطية الكبيرة هذه التصنيف الائتمانى لأيه. أى. جى للخطر، ولو فقدت تصنيفيها، فسوف تتبدد إمكانية حصولها على رأس المال. ومن حسن الطالع، باعت إيه. أى. جى أسـهـمًـا فى مـايو أيار، قبل انخـفـاض السوق فى الآونة الأخيرة. لكن الشركة خسرت ١٢ مليار فى الربعين الماضيين، مما محا رأس المال الذى تم جمعه [٢٤٠]. ولم يمض العرض بسلاسة؛ فقد جادل بنك إيه. أى. جى، جيه. بى. مورجان بحماس لعمليات حبس الرهون لإيه. أى. جى المتعلقة بصفقتها من المشتقات [٢٤١].

وكان مجلس إدارة إيه. أى. جى الآن أكثر من كونه حذرًا من كبير المديرين التنفيذيين. وشعروا، أن سوليڤان لا يتحرك بحزم. ففى منتصف يونيو حزيران، طالبوا بإقالته - فى خامس إقالة لكبير مديرين تنفيذيين بارز فى أقل من عام. ولم يشهد وول ستريت مثل هذا التغيير السريع فى القمة من قبل قط. وفى مكافأة لاستقالته السريعة، حصل سوليڤان على ٤٧ مليون دولار - ما يعادل ما يكسبه الأمريكى المتوسط فى ألف عام. وفشل سوليڤان(*).

انتخب مجلس الإدارة مديرًا عضوًا فيه، روبرت وليمستاد وهو من رعايا ساندى وويل، والذى اعتقد كثيرون أنه كان يجب أن ينتخب لسيتى جروب قبل برينس. وتعين اقناع المدير التنفيذى العبقرى البالغ من العمر ٦٢ عامًا ليدير إيه. أى. جى التى لا تعد بشىء فيما يبدو إلا وجع الدماغ. ورأى وليمستاد أن مهمته الأولى هى أن يحدد ما له قيمة من مقايضات الائتمان لإيه. أى. جى. وما يجب أن يفعله بها. وكان من المفترض أن يقلص وحدة المشتقات ويبيع الأنشطة الأخرى الملحقة بها. ووضع لنفسه جدولا زمنيًا مدته ثلاثة أشهر، أو حتى بعد عيد العمال مباشرة، لصياغة خطة. واعتقد وليمستاد أن لديه وقت. كانت عادة الاعتقاد أن وول ستريت سوف يتعثر ويتعافى فى نهاية المطاف، راسخة بشدة. مرت أمريكا بعدد من الكوارث المالية السابقة - حتى وإن لم يستمر أى منها طويلا جدًا فى الذاكرة الحديثة.

ومع دخول الأزمة صيفها الثانى، بدأ مسؤولو واشنطن يفكرون فى اتخاذ خطوات جذرية حقًا. وانتاب برنانكى، الغارق فى تاريخه عن الكساد، القلق من أن المشكلات أصبحت أكبر من الردود المرتجلة. واعتقد أنه قد آن الآوان لحل تشريعى أوسع نطاقًا. وكما كان الحال، فلم يكن مسموحًا للاحتياط الاتحادى إلا بالإقراض لمؤسسات فى مقابل ضمان سليم، ولم يكن مخول له أن يقامر بالخزانة العامة.

(*) حصل سوليڤان على ١٩ مليون دولار مقابل فصله وعلاوة. وسُمح له أيضًا أن يحتفظ بمبلغ ٢٨ مليون دولار فى صورة مكافآت طويلة المدى. (المترجم)

وتستطيع وزارة الخزانة، على الجانب الآخر، تمويل أى شىء - البنوك والسكك الحديد وكوبونات الطعام - لكن بموافقة الكونجرس وحسب. وهذا التشعب فى الصلاحيات له أساس منطقى. فالخزانة، وهى جزء من الفرع التنفيذى، خاضعة للسيطرة السياسية من الكونجرس. ولأن الاحتياط الاتحادى مستقل عن أية رقابة، لكن لا يسمح له مع هذا بإفلاس الجمهورية، والبنوك داخل نظام الاحتياط محظور عليها التعرض لخسائر.

وفى هذا الصيف، ألقت الحاجة إلى وسيلة أسرع للرد على أزمة بثقلها بشدة على كل من برنانكى وبولسون. وانشغل كلاهما بالإحساس بخطر يلوح فى الأفق. ومع هذا، قضى برنانكى بعض الوقت مع اقتصادى صديق وزوجتيهما فى إن ذى هايتس، وهى مسرحية استعراضية عرضها مسرح برودواى، وكانت واحدة من تسليته الوحيدة. وكان هانك بولسون يعمل كل دقيقة. وكان ينام من حين إلى آخر فى المكتب، حيث تنتصب، كحارس، صورة زيتية لأقدم سلف له، الكسندر هاملتون، فوق المدفأة. وفى ساعات يقظته، كان الوزير اندفاعيًا وغير منظم بشكل مثير للشفقة، كان يلقى بخطة فى الهواء، متبوعة بأخرى، زاعقًا بأوامر للتأكيد. وكان هذا النمط لا ينفجر إلا فى نهاية اليوم، عندما كان يتجرأ ستيل، شريكه فى المنصب، بالدخول بشكل معتاد إلى مكتبه، ليفكر بشأن أحدث تطورات الأزمة. وبعد ظهيرة أحد الأيام، فى نهاية يونيو حزيران، دخل ستيل البالغ من العمر ٥٦ عامًا يحمل أخبارًا مقلقة: فقد عُرض عليه أكبر منصب فى واتشوفيا. وأجاب بولسون، بحسن تدبير، إنه هو نفسه وجد أن شغل منصب كبير المديرين التنفيذيين يتجاوز توقعاته. وشجع ستيل - نده فى الوزارة - بسخاء على أن يقبل الوظيفة [٢٤٢].

ومع ذهاب ستيل، أصبح بولسون أكثر وحدة، ويشعر بإحباط من عدم قدرته على استباق الأحداث. ونصحه برنانكى بأن يذهب إلى الكونجرس ويسعى للحصول على مزيد من الصلاحيات، لكن قلق الوزير لم يكل بشأن المجازفة الأخلاقية - أى المخاطرة بأن يشجع الجولة التالية من المضاربات بتوفير الكثير جدًا من المورفين

لها. وكان بولسون، كمصرفى طيلة حياته، يمقت فكرة أن يقوض التصرف الاتحادى الدوافع الخاصة. لكن ثمن عدم التصرف أسوأ غالبًا فيما يبدو. ودأب بولسون على الحديث مع الرئيس؛ وبالنسبة إلى وزير خزانة، تمتع بحرية غير مألوفة فى صنع السياسة. وحافظ على علاقات محترمة فى الكونجرس، وأبلى بلاء أحسن على نحو غريب مع الديمقراطيين، وخاصة مع بارنى فرانك، عما حققه مع الاتحاديين المتشددين فى الحزب الجمهورى. لكن الكونجرس أثبت أنه مصدر إحباط. فمع اشتداد الحملة الانتخابية الرئاسية فى نوفمبر تشرين الثانى، توتر أعضاء من الكونجرس (من الحزبين) بشأن دعم المصرفيين أو صفقات الإنقاذ. وكانت خيارات الوزير محدودة.

وفى يونيو حزيران، اجتمع بولسون مع مجموعة من المنظمين ليسألهم إذا ما كان يجب على الحكومة التماس سلطة طوارئ. واقترح جايتنر، الذى كان أقل قلقًا بشأن المجازفة الأخلاقية، تشريعًا يبيح للرئيس أن يضمن كل دين فى النظام المصرفى (٢٤٣). وكانت الفكرة تبدو ثورية لم يسمع بها أحد من قبل تقريبًا، ولم توليها المجموعة اهتمامًا جديًا.

فى الحقيقة، حتى جايتنر كان مترددًا فى التصرف. كان لديه مخاوف كبيرة بشأن سيتى جروب – التى قلصت على مدار العام السابق قدرًا مذهلا من أصولها بقيمة ٤٠ مليار دولار (٢٤٤). وحث جايتنر سيتى على جمع رأس مال، لكنه، ربما متأثرًا بروبن راعيه السابق، لم يفكر أنه من الحصافة السيطرة على الإدارة أو التدخل. وتعهد فى كلمة أمام النادى الاقتصادى لنيويورك "بعد أن نعبر هذه الأزمة... سوف نضع توقعات أكثر تحديدًا بشأن رأس المال والسيولة وإدارة المخاطر لأكبر المؤسسات [تم إضافة الخط السميك] (٢٤٥).

كان كل من بولسون وجايتنر ممزقين بين الرغبة فى التصرف بجرأة والخوف من إثارة هلع أعمق. وبث بولسون مخاوفه فى كلمة فى لندن، فى الثانى من يوليو تموز، دعا فيها إلى تعديلات تشريعية تسمح باستيلاء مؤسسات اتحادية على البنوك

الاستثمارية الفاشلة. وأعلن بولسون، كاشفًا عن خوفه من وقوع بير ستيرنز أخرى، "يتعين علينا إقامة عملية لاتخاذ قرارات تضمن أن يستطيع النظام المالى تحمل فشل مؤسسة مالية معقدة". وأكد على أنه يريد أن يقلص "مفهوم" أن الحكومة تعتبر بعض الشركات بالغة الضخامة بحيث من المستحيل أن تفشل. لكنه، أضاف، فى تناقض نوعًا ما، أن أول واجباته هو أن يضمن استقرار السوق [٢٤٦].

واستعر التوتر بين الاستقرار والمجازفة الأخلاقية منذ ما حدث لبير ستيرنز، ولم ينته. كان المستثمرون فى فانى ماى وفريدى ماك قلقين للغاية، وفانى وفريدى - المسؤولان عن نحو نصف الرهون العقارية فى أمريكا - كانا قريبين من مفهوم "أكبر من أن تفشل" مثل أية شركة كبيرة قائمة. وفى ٣٠ يونيو حزيران، قبل يومين من كلمة بولسون انخفضت قيمة أسهم فانى ماى ستة فى المئة، وفى فريدى ماك ثمانية فى المئة. ولم يكن هذا مما يستهان به. أى تقلص فى الثقة قد يعرض للخطر قدرة التوأمين على إعادة تمويل ديونهما - التى كان عليهما منها ٥,٢ تريليون دولار مستحقة الدفع. وكان ما يزيد قليلا على ربع الديون مستحق لأجانب، أغلبها لوكالات حكومية وبنوك فى الصين واليابان والدول النفطية وروسيا. وانتاب القلق الخبراء الماليين لسنوات من احتمال أن ينهار الاقتصاد إذا ما توقف المستثمرون فى الخارج عن إقراض الولايات المتحدة. والآن، مع هبوط أسهم فانى وفريدى، خاطب وزراء المالية الأجانب ومصرفيو البنوك المركزية وزارة الخزانة فى قلق. وقال مسؤول صينى مرتبك لنظيره فى وزارة الخزانة الأمريكية "اعتقدنا أنها [المؤسسات التى ترعاها الحكومة] مضمونة". ولأن الضمان كان ضمنيًا فحسب، لم يكن لدى الأمريكى إلا القليل ليقوله. وتجادل بولسون ومساعدوه إذا ما كان يجب على الولايات المتحدة أن تسعى لتأميم ديون التوأمين، لكن خشى من الذهاب إلى الكونجرس، الذى كان ينظر فيه الأعضاء الجمهوريون إلى التوأمين بكراهية ولدت من جديد. واستمر البيع فى الأسبوع التالى واستمرت المهاتفات [٢٤٧].

وفى السابع من يوليو تموز، فى أول يوم للمعاملات بعد عطلة الرابع من يوليو تموز، انخفضت أسهم فانى إلى ١٥ دولارًا، أى ليس إلا ربع مستواه قبل عام. وعرف بولسون أن هبوط الأسهم سوف يطال أيضًا أسعار سندات فانى، وهو هاجس خطير. وقال فى إشارة إلى السنوات التى قضاها فى وول ستريت: "لقد شهدت هذا من قبل... عندما تصاب الأسهم العادية بأذى، فإنها سوف تنزف فى صورة ديون" [٢٤٨]. وقلص المقرضون الأجانب لفانى وفريدى بالفعل مواعيد دفع أصل القروض. وباعت روسيا بعضًا من سنداتها. وكان لدى الصينيين أكثر من ٥٠٠ مليار دولار من ديون المؤسسات التى ترعاها الدولة – من المفترض أنها أكثر مما يمكنها بيعه – لكن هذا لم يفعل إلا زيادة الضغط على بولسون لحماية ائتمان فانى وفريدى[٢٤٩]. وإذا فشلت الوكالات، فإن المسارعة باستعادة قيمة سندات الخزانة (السندات الحكومية) سوف يتبع ذلك.

ومع تهاوى أسهم فانى وفريدى، اضطرمت المشكلة فى إندى ماك، البنك الموجود فى مدينة باسادينا والمشتق من كانترى وايد. ظل لدى إندى ماك، المتخصص فى قروض الرهون العقارية من الفئة إيه. البديلة، آلاف الرهون العقارية الهشة عندما أغلق سوق التوريق. وبدءًا من نهاية يونيو حزيران إلى بداية يوليو تموز، سارع المودعون بسحب جماعى لودائعهم من إندى ماك. وسحب المودعون ١,٣ مليار دولار، بمعدل نحو ١٠٠ مليون دولار فى اليوم. وفى ١١ يوليو تموز، بعد شهرين من طمأنة رئيس البنك، مايكل بيرى، المستثمرين بأن شركته بها رأس مال جيد، استحوذ مكتب الرقابة على شركات الادخار على إندى ماك – ثانى أكبر بنك يفشل فى التاريخ الأمريكى، لم يسبقه إلا كونتنتال إيلينوى فى عام ١٩٨٤.

وسدد انهيار إندى ماك ضربة للشركة الاتحادية لتأمين الودائع برقم فلكى بلغ ١٠,٧ مليار دولار فى صورة تكاليف تأمين، وأثار حفيظة شايلا بير، رئيسة الشركة [٢٥٠]. وتوصلت شايلا إلى أن المنظمين سوف يتحركون أسرع وبجرأة أكبر

ضد البنوك الضعيفة فى المستقبل. وفى عاقبة غريبة، اصطف المودعون فى طوابير أمام أبواب إندى ماك يطالبون باستعادة ودائعهم، كما لو أنهم لا يثقون تمامًا فى أنّ الشركة الاتحادية لتأمين الودائع سوف تفى بمستحقاتهم. بعضهم انتظر أيامًا. رمزيًا، حل الكساد الكبير التالى.

ورفع فشل إندى ماك المخاوف كثيرًا بشأن واشنطن موتشوال و واتشوفيا، أكثر البنوك الكبيرة المتبقية هشاشة. لكن الخوف من محنة مصرفية كان عامًا. وخلال سنوات الازدهار، أصبحت البنوك تعتمد بشكل أقل على الودائع وبشكل أكبر على الديون التى تعين تسديدها كل يوم - ومن الواضح أنه مصدر أقل أمانًا فى التمويل[٢٥١]. وكنموذج، أصبح كل بنك، الآن، مفتوحًا أمام المودعين ليسحبوا ودائعهم فى هلع. وفى الوقت نفسه، انكمشت مدد التمويل. وفى وقت انهيار إندى ماك، كانت الديون قصيرة الأمد لأكبر عشرة بنوك والبنوك الاستثمارية، قد وصلت إلى رقم فلكى بلغ ٢,٦ تريليون دولار[٢٥٢]. وهذا دليل على السقم الشديد فى النظام الائتمانى - عدم الرغبة فى تحمل المخاطر لأى مدى متوسط. وكانت البنوك تقترض من إدارة الخصم، فى الاحتياط الاتحادى، مما كان يعنى أنهم كانوا لا يقرضون بعضهم البعض[٢٥٣].

وكان هذا هو السياق المقلق الذى فكر فيه بولسون فى الظروف غير المواتية لأسهم فانى وفريدى. وفى يوم الخميس، ١٠ يوليو تموز، أكد منظم التوأمين (للمرة الألف) أن الوكالتين بهما رأسمال مناسب[٢٥٤]. وفى يوم الجمعة، فى اليوم نفسه الذى تم فيه الاستحواذ على إندى ماك، أغلقت أسهم فانى عند عشرة دولارات وفريدى عند ٧,٧٥ دولار، وجرت تعاملات داو عند أقل من ١١ ألف نقطة لأول مرة فى عامين. وكان من المقرر أن يبيع فريدى سندات يوم الإثنين. ولم يستطع بولسون أن يتحمل الفشل، ولا أن يتحمل عملية أخرى لسحب الودائع. أخيرًا، سحب مقداح البندقية.

فى الساعة السادسة مساء يوم الأحد، ١٣ يوليو تموز، فى حين كانت سحب سوداء تُظلم الأفق، قرأ سريعًا إعلانًا على درج الخزانة. كان بولسون يطلب من الكونجرس

سلطة أن يستثمر الأموال العامة فى التوأمين - وإذا لزم الأمر- أن يجعلهما أجنحة كاملة من الحكومة. وأعقب كلمته هزيم الرعد وانهمار هائل للمطر. وخوفًا من معركة مع الكونجرس، طلب بولسون من برنانكى أن يساعد فى الترويج للخطة، وهو دور سياسى غير معتاد لرئيس للاحتياط الاتحادى. ثم اتصل بولسون بدان جيستر، الزميل السابق فى جولدمان، وأقنعه بأن ينضم إلى وزارة الخزانة كحلال للمشكلات رفيع المستوى. وفى المعركة، لجأ الوزير إلى حلفائه الطبيعيين، وهم ليسوا الديمقراطيين ولا الجمهوريين بل الزملاء فى جولدمان.

واعتبر بولسون اقتراحه القنبلة كآخر أفضل طلقة فى الحفاظ على الوضع القائم.(*) ورأى أن استعداد الحكومة للاستثمار فى التوأمين قد يتفادى الحاجة إلى ذلك، وكما قال أمام مجلس الشيوخ "إذا كان لديك قاذفة الصواريخ بازوكا فى جيبك والناس يعرفون ذلك، فقد لا تضطر على الأرجح لاستخدامها"[٢٥٥]. وكان من وجهة نظر موظفيه الأكثر خبرة بالأمور فى واشنطن، لم يدرك بولسون تمامًا جسامة ما كان يطلبه - شبكة أمان اتحادية لأكبر سوق رهون عقارية فى العالم. لم يحدث هذا من قبل قط.

وبينما كان بولسون ينتقل إلى تحقيق استقرار المؤسسات التى ترعاها الدولة، حثت بير، الرئيسة قوية الشكيمة للشركة الاتحادية لتأمين الودائع، البيت الأبيض على أن يستحث مقرضى الرهون العقارية أن تعدل شروط القروض - وأن يتم تعويض العجز بأموال عامة[٢٥٦]. وكانت بير جمهورية، لكن كما كانت تؤكد "جمهورية من كانساس"، أكثر تعاطفًا مع محنة ملاك المنازل الأفراد عن تعاطفها مع

(*) أصيب البيوريتانيون من موظفيه، وفى الاحتياط الاتحادى، بخيبة أمل من أن بولسون لم يسع للاستحواذ على التوأمين باعتبارهما عاجزين عن السداد. لكن بولسون لم يجنح قط للحل الوحشى عندما يتوافر حل أكثر اعتدالا. ومنذ أن جعل ستيل مجلس الشيوخ أخيراً ينظر فى مشروع قانون لإصلاح فانى وفريدى، ألحق بولسون اقتراحه ببساطة بمشروع القانون المطروح فى الكونجرس بالفعل. (المترجم)

وول ستريت – المصرفيين المركزيين في وكالات أخرى[٢٥٧]. وأوقفت مؤقتًا حبس الرهون في إندي ماك الذي تمت مصادرته – في بادرة تجمل بالصبر كانت تأمل أن تمثل نموذجًا لمزيد من التعافي العام. وأحجمت الإدارة. وخشي بولسون، القلق دوما بشأن المجازفة الأخلاقية، من أنه إذا أعطت الحكومة أصحاب الرهون العقارية المتأخرين عن السداد هدنة، فسوف يتقاعس عن السداد أصحاب المنازل القادرون على السداد إلى حد ما.

في الحقيقة، لم يكن هناك طريقة مؤكدة لمنع إساءة الاستغلال هذا. ولم يكن كل مقترض حُبس رهنه، وبعضهم كذب في طلباتهم للحصول على قروض، مستحقًا من الناحية الأخلاقية للمساعدة. (في نظام رأسمالي، حتى مالكي الرهون العقارية الذين كانوا صرحاء غير مستحقين للمساعدة.) وكان السؤال الأكثر تعقيدًا هو هل نساعد طائفة كبيرة من أصحاب المنازل المختلفين في السمات الشخصية والظروف، من أجل أن نحول دون أزمة اقتصادية واسعة النطاق. ومما يمكن الجدل بشأنه، أجابت الحكومة على هذا السؤال ذاته بالإيجاب بالنظر إلى إنقاذ الدائنين لبير ستيرنز.

وبالمصطلحات الاجتماعية، كان لدى أصحاب المنازل على الأقل مسوغ في الحصول على مساعدة عامة مثلما كان لدى مستثمري وول ستريت. وكان برنانكي متعاطفًا مع فكرة عمل شيء ما لتقليص حبس الرهون، لكن بولسون شعر أن منح السلطة المطلقة في تقديم الإغاثة كان ينم عن ثراء. واختيار الأسر التي يجب مساعدتها سيكون صعبًا في أفضل الأحوال. وإضافة لهذا، فالبنوك التي جربت تعديل بنود القروض كانت تعاني من معدلات عالية جدًا من العجز عن السداد مرة أخرى[٢٥٨]. فكثير من الأسر التي تم تخفيف جدول الدفع المقرر عليها قد تأخرت عن الدفع بعد ذلك ببضعة شهور فحسب. وكانت ميزانيات الرهون العقارية منتفخة للغاية، بالنسبة إلى قيم المنازل المنخفضة لدرجة أنه لا يمكن لمجرد تعديل بنود القرض أن يضمن أن يسدد أصحاب المنازل ما عليهم بانتظام.

وسقطت في الطريق حجرة عشرة أخرى من البناء البيزنطي لتمويل الرهون العقارية. فلأن الرهون العقارية قُطعت شرائح وقسمت مكعبات لتصبح عدداً كبيراً من القطع المنفصلة، فلم يستطع أي طرف واحد أن يجيز تعديل قرض. وامتلك الرهون العقارية مستثمرون مختلفون في مستويات مختلفة من شلال الدفع - وفي الغالب لهم مصالح متصارعة[٢٥٩]. ولم يوافق الكونجرس إلا على تدبير متواضع للإنقاذ - قصد به معالجة المظاهر أكثر من إبقاء الناس في منازلهم بالفعل. ووصل حبس الرهون العقارية، في الوقت نفسه، إلى قمة فترة ما بعد الكساد. وبحلول الصيف، سلم الأمريكيون مفاتيحهم إلى بنوكهم بمعدل ٢٨٠ ألف منزل في الشهر، صعوداً من ٧٤ ألفًا فحسب، في عام ٢٠٠٥. وكانت الإعانة مستحيلة فيما يبدو ما دام الإسكان يواصل هبوطه اللولبي، ومع هبوط الأسعار للربع التاسع على التوالي، ومع بقاء خمسة ملايين منزل في السوق دون بيع - مليونان منها شاغرة- لم يظهر قاع للهوة [٢٦٠].

ومحا الضغط الذي لا يرحم على الرهون العقارية أصول البنوك وأسهمها أيضاً باطراد. وفي ١٥ يوليو تموز، كان العنوان الرئيسي في نيويورك تايمز "الثقة تنحسر في القطاع المصرفي والأسهم تهبط" يحمل مسحة ثقيلة من فترة الكساد. (كاد المرء أن يتخيل أن العنوان الفرعي سيكون "هوفر يحث على التزام الهدوء")(*)، بالنسبة إلى وول ستريت، لم يكن هذا مزحة.

وخفضت ميريل لينش، المختنقة بمحفظة مالية من التزامات الدين المكفولة بضمان حصلت عليها قبل سنتين فحسب، أسهماً بقيمة مذهلة بلغت ٤٦ مليار دولار. وعندما كشف كبير المسؤولين الماليين في الشركة عن خسارة بقيمة ما يقرب من خمسة مليارات دولار للربع الثاني، فقد جون تاين الرابط الجأش عادة أعصابه وأغلق باباً

(*) الكاتب يشير إلى فترة الكساد الكبير الذي بدأ عام ١٩٢٩، واستمر حتى نهاية ثلاثينيات القرن الماضي ويشير أيضاً إلى الرئيس الأمريكي في تلك الفترة هربرت هوفر. (المترجم)

بقوة. وكان تاين يقاوم بيع الأصول؛ والآن استسلم. وهنا، في عالم مصغر، كانت قصة أزمة الرهون العقارية. وفي نهاية ذيل الازدهار، حصلت ميريل على مجموعة من التزامات الدين المكفولة بضمان بقيمة اسمية بلغت ٣٠,٦ مليار. وبتبصر في العواقب، أو هكذا كان يُفترض، اشترت ميريل وثائق تأمين على التزامات الدين المكفولة بضمان من ثلاثي لشركات التأمين. وعندما فشل التأمين في حمايتها من تسونامي الرهون العقارية، فاوضت ميريل بشأن تسويات [٢٦١]. وبحلول منتصف عام ٢٠٠٨، خفضت ميريل التزامات الدين المكفولة بضمان إلى ١١,١ مليار دولار. وفي يوليو تموز، باعتها إلى لون ستار فاندز، وهي شركة أسهم خاصة بثمن بخس بلغ ٦,٧ مليار دولار- ٢٢ سنتًا فقط مقابل كل دولار من القيمة الاسمية الأصلية. وأرسل بيع لون ستار بثمن بخس برسالة واضحة إلى وول ستريت. فهي تعني أنه في التقدير العليم لميريل، لن تعود أوراق الرهون العقارية. وأحدثت أيضًا ثقبًا في ميزانية ميريل، مما أجبرها على بيع أسهم بأسعار منخفضة للغاية.

ولم تكن ميريل وحدها. عرقلت أسعار الأسهم المنخفضة كل بنك عن جمع رأس مال - وهي قضية شكا منها فولد وكبار مديرين تنفيذيين آخرين مرارًا إلى واشنطن. واشتبه فولد في أن البائعين على المكشوف في صناديق التحوط ينشرون إشاعات لخفض أسعار أسهمه [٢٦٢]. وجمع ملفًا في محاولة لتوثيق اتهاماته، وهي تكاد أن تكون الآن وسواسًا، بل واتصل بكبار المديرين التنفيذيين في شركات وول ستريت المنافسة يرجوهم أن يمسكوا بعنان تجارهم. وفي منتصف يوليو تموز، استجابت لجنة البورصة والأوراق المالية إلى مثل هذه التحذيرات، بالإضافة إلى ضغط من بولسون وجايتنر، وفرضت قيدًا مؤقتًا على البيع على المكشوف في ١٩ سهمًا ماليًا(*).

(*) اشترطت لجنة البورصة والأوراق المالية على تجار البيع على المكشوف أن يفترضوا السهم بالفعل بدلا من مجرد تحديد موقعه لاقتراضه. (المترجم)

وفى الوقت نفسه، حول جايتنر انتباهه إلى البنوك الاستثمارية الكبيرة المتبقية - جولدمان ومورجان ستانلى وميريل وليمان - التى تزايد خضوعها لنطاق نفوذه، وإن يكن بشكل غير رسمى. وخاضت لجنة البورصة والأوراق المالية، جهة التنظيم التشريعية لهذه البنوك، عملية شاقة لإقامة جسور بين البنوك الأربعة وبين البنك المركزى. وتوجه مسؤولون من كل مؤسسة استثمارية، من بينهم كبار مديريها التنفيذيين، إلى الاحتياط الاتحادى للاجتماع مع جايتنر وفريق موظفيه ومسؤولى لجنة البورصة والأوراق المالية.

وركز جايتنر على ليمان بخاصة. وأُستدعى أمين خزانة البنك، باولو تونتشى، فى حين كان يقضى عطلة مع زوجته وأطفاله عند بحيرة جاردا، شمال إيطاليا، ليشرح احتمالات التعثر فى ليمان لفاحصين من الاحتياط الاتحادى عبر الهاتف. واستمر الاستجواب ثلاث ساعات. وعندما استمرت الأسئلة، طلب ليمان من تونتشى العودة.

والآن، كانت ميزانية ليمان قد انخفضت إلى ٦٥٠ مليار دولار أو نحو ذلك- بتقلص يقترب من الخُمس، بفضل تشذيبها المتواصل لأصولها. وبشكل متأخر، أغلقت ما تبقى من نشاطها فى إنشاء الرهون العقارية. وفى الوقت نفسه، حاول فولد بحماس أن يغرى المستثمرين. كان بنك كوريا للتنمية أحد الأطراف المهتمة بشكل واضح، وكان كبير مديرى البنك التنفيذيين، مين أيو - سونج، مديراً تنفيذياً سابقًا فى ليمان. لكن المفاوضات تعقدت لأن الحكومة الكورية كانت تسيطر على البنك. واجتمع فولد أيضًا مع بنك أوف أمريكا الذى فشل كبير مديريه التنفيذيين، كين لويس، فى الاستحواذ على ميريل لينش، وظل يصبو للحصول على بنك استثمارى. وبسرعة قال آخرون لا، مثل جنرال إليكتريك، وإتش. إس. بى. سى، ومجموعة صغيرة من صناديق الأسهم الخاصة (٢٦٣). لم يرد معظم المتنافسين جزءًا من عقارات ليمان التجارية التى يصعب فهم كنهها.

وابتكر سكيب مكجى، كبير المسؤولين عن التعاملات المصرفية الاستثمارية فى ليمان حلاً ممكنًا: إعزلوا القروض التجارية فى شركة منفصلة (وصفها المصرفيون باسم "سبينكو"(*)) يكون لها أسهمها الخاصة. تنفصل الأصول المثيرة للمشاكل، وتُجمد فى واقع الحال إلى حين تستعيد قيمتها. وما يتبقى من ليمان سيكون بنكًا صغيرًا متحررًا من المحفظة المالية المثيرة للمتاعب. وتقدم توم روسو، المستشار العام، بالفكرة، فى يوليو تموز، إلى لجنة البورصة والأوراق المالية التى طمأنته أن اللجنة لن تعترض. ومضى المصرفيون قدمًا فى خطة شركة سبينكو؛ لكن لم يتيسر استخراج الناتج حتى الربع الأول من عام ٢٠٠٩. كانت ليمان تحتاج إلى القليل من الوقت.

كان لدى روسو حيلة أخرى فى جعبته، وهو مقترح بأن يتحول ليمان إلى بنك شركة قابضة، أو أن يستخدم فرعًا صغيرًا فى يوتاه (ما كان يطلق عليه شركة قروض صناعية) لنفس الغرض. أى فكرة إقامة بنك قادر على جمع ودائع، وهى مصدر أكثر موثوقية للتمويل من بيع السندات. إضافة إلى هذا، اتضح لليمان أن المؤسسات التى ينظمها الاحتياط الاتحادى لنيويورك يرجح أن تتحمل العاصفة بشكل أكبر عن المؤسسات الخاضعة لسلطان لجنة البورصة والأوراق المالية.

ومع هذا كان الاحتياط الاتحادى مرتاحًا للفكرة. وخشى جايتنر أنها قد تجعل ليمان تبدو يائسة. وعارضت الشركة الاتحادية لتأمين الودائع بوضوح؛ فمهمتها كانت تأمين أموال الزبائن، ولم تكن مستعدة لتضيف المحفظة التجارية الكبيرة والسقيمة لليمان إلى قائمة الأصول المتعثرة التى تقوم عليها الودائع المصرفية. ولم ينظر المنظمون إلى محنة ليمان باعتبارها ملحة، وبقيت خارج النطاق الحمائى للاحتياط الاتحاد [٢٦٤].

وبدأت طائفة من صناديق التحوط، كإجراء احترازى، فى تخفيف حساباتها فى ليمان - فى تردد صدى قاتم لضغوط السيولة التى أصابت بير ستيرنز[٢٦٥].

(*) Spinco وهى مستقاة من كلمة spin وأحد معانيها النبذ بطريقة الطرد المركزى. (المترجم)

واستشعر مدير استثمار يدعى تونتشى أن أمين الخزانة "سوف يدعو لدفع الدين" مطمئنًا كل طرف على سلامة ليمان المزعومة.

لا شيء يقلق المنظمين مثل بنك استثمارى هش، لكن لم يجد شيء مما فعلوه نفعًا فى دعم الثقة. لا خفض معدل الفائدة، ولا زيادة الإقراض فى الاحتياط الاتحادى، ولا القيود على البيع على المكشوف، ولا المساعدة فى عملية دمج بير ستيرنز، ولا مساعدة فانى وفريدى - لم يدعم شيء من هذا فعليًا الثقة، أو لم يفلح لمدة طويلة جدًا. كان المنظمون يحاولون التصدى لعاصفة لن تهدأ حتى تستقر سوق العقارات. ويتطلب هذا انخفاض أسعار المنازل إلى مستويات مبررة. الحسابات كانت ببساطة بشعة. وأشارت المستشارة والكاتبة بومبوى إلى أنه إذا فقدت مؤسسة رافعتها المالية ١٠ إلى واحد دولارًا واحدًا، فيتعين عليها أن تبيع أوراقًا مالية للرهون العقارية أو سندات أخرى بقيمة عشرة دولارات لمجرد أن تبقى رافعتها المالية ثابتة. وإذا فقد البنك مليار دولار- وهو شيء ليس بغريب على الإطلاق هذه الأيام - فيتعين عليه أن يبيع سندات بقيمة عشرة مليارات دولار. فكل خسارة تتمخض عن زيادة بمتوالية هندسية فى البيع. لكن حتى بعد عام من الخسائر الهائلة، ظل انكشاف البنوك أمام العقارات يعادل أكثر من نصف أصولها. وخفض الرافعة المالية بعيد عن الانتهاء فيما يبدو (٢٦٦).

فخفض الرافعة المالية يعنى عملية اقتراض أقل. والبنوك ذات السيولة الأقل تخفض بالضرورة إقراضها أيضًا. وهذا ما كانت تفعله البنوك. وخلق الائتمان كان يهبط. والزبائن يتراجعون. وكانت قروض البنوك والالتزامات ذات الصلة تنزلق بمعدل سنوى بلغ تسعة فى المئة - فى أسرع تراجع فى أكثر من ٣٠ عامًا. وكان سوق الأوراق المالية ينكمش. وبعبارة أفضل، كان النظام الائتمانى يذوى (٢٦٧).

لكن معظم المتنبئين فى هذا الصيف لم يتوقعوا ركودًا. وأقرت الإدارة الأمريكية حزمة تحفيز، بموجبها كان دافعو الضرائب المؤهلون يحصلون على شيكات بقيمة ٣٠٠ دولار، ووضع اقتصاديون إيمانًا بلا حدود فى هذا البرنامج المتواضع نسبيًا، وفى المتانة المظهرية للاقتصاد. ومع الانكماش فى إجمالى الوظائف لستة أشهر متوالية،

تمسكت لجنة السوق المفتوحة التابعة للاحتياط الاتحادى الذى يتزعمها برنانكى بتوقعاتها الوردية. وكما قال مجلس محافظى الاحتياطى الاتحادى، فى يوليو تموز عام ٢٠٠٨: "يتوقع أن يتوسع الاقتصاد ببطء على مدار ما بقى من هذا العام. وتوقع المشاركون فى لجنة السوق المفتوحة تعزيزًا تدريجيًا للنمو الاقتصادى على مدار الفصول المقبلة" (٢٦٨).

التنبوء من أكثر المساعى العلمية خطورة. ومثل علماء الأرصاد الجوية، يوظف علماء الاقتصاد المحدثون أجهزة الكمبيوتر لاستشراف توجهات من الحاضر المنظور إلى المستقبل الذى لا يزال مبهمًا. والاعتماد على النماذج المعيارية (وإلقاء النظر على الماضى) هو أكبر ضعف فيها. فبوسع أى مغفل أن يتصور استمرارًا لتوجه ما. وإعلان تحول يتطلب اجتهادًا - القدرة والشجاعة على قراءة البيانات وتحليل العوامل التى من المحتمل أن تتسبب فى انتكاسة. وتستطيع قلة للغاية من الناس أن تقوم بهذا بقدر ما من الموثوقية. ومن الأقل ترجيحًا أن تفعل هذا بحال، جماعة تكافح تلقائيًا للوصول إلى إجماع يبدو آمنًا. وعلى الهامش، وثق برنانكى بالنماذج أكثر من ثقته بقدرته على تجاوزها. وعلى العكس، توقعت بومبوى تحولا سيكولوجيًا من مزاج عام بالارتياح من أن صانعى السياسة يتولون الأمر إلى مزاج من "القلق المسعور" بأن المشكلات ربما تتجاوز قدرتهم على الإصلاح. ومن الكلمات التى استخدمتها "الهلع". وكتبت أنه من غير المنطقى الاعتقاد أن التيار العام للأنشطة الاقتصادية التى تعتمد على الائتمان سوف ينجو من تقلص فى ائتمان سليم. وقالت: "أينما يذهب القطاع المالى فالاقتصاد والسوق الأوسع يتبعهما دون حيد" (٢٦٩).

فى ٣٠ يوليو تموز، وقع الرئيس قانون الإسكان والتعافى الاقتصادى لعام ٢٠٠٨، مما أعطى بولسون "البازوكا" التى لم يتوقع أن يستخدمها. وخلق القانون أيضًا جهة تنظيمية قوية - فى انتصار طال سعى الوزير لتحقيقه - لها سلطة تولى أمر إدارة عمليات التوأمين، إذا لزم الأمر، بل وتصفيتهما. وبسرعة، أرسل

رودريجيث، الذى باع ما لديه من سندات المؤسسات التى ترعاها الحكومة قبل ذلك بعامين، رسالة فى ذاك اليوم. ولأن رعاية الحكومة للتوأمين كانت أصل المشكلة، لم ير الحل فى إنقاذ كامل محتمل. ولم يسترح بميلاد جهة تنظيمية جديدة. وقال: "اعذرونا فى أن نكون متشككين، لكن وكالاتنا المنظمة القائمة فشلت فى السيطرة على تراكم الرافعة المالية المفرطة". وقال رودريجيث مذكراً إن بير ستيرنز كان من المفترض أن تكون الأخيرة فى مثل عمليات الإنقاذ هذه. والآن، يعقبها فانى وفريدى. وأضاف: "نشعر بالاشمئزاز والخيانة من استمرار تعميم المخاطر". والأسوأ من هذا، قال المستثمر شاكيًا: "نعتقد أن أنظمتنا المالية والاجتماعية تمضى على طريق سيؤدى فى نهاية المطاف بأولادنا وأجيال المستقبل إلى الفقر المالى" (٢٧٠). لن يساعد فى هذا إلا رأسمال جديد.

وكانت الانتقادات واسعة الانتشار. وقال السناتور جيم بانينج، العضو الجمهورى عن ولاية كنتاكى، أنه يعتقد أنه استيقظ فى فرنسا (الوجود فى فرنسا فى فترة ما بعد انهيار الاتحاد السوفيتى كان اللفظة الوصفية المفضلة عن الاقتصادى القومى)، "لكن لا، تبين أنها الاشتراكية هنا فى الولايات المتحدة الأمريكية". ولاحظت صحيفة ذا إيكونوميست، وهى أقل وعظًا أخلاقيًا، أن التوأمين قد تم الاعتماد عليهما فى الآونة الأخيرة لإنعاش سوق الإسكان. "والآن المنقذون يحتاجون للإنقاذ"(٢٧١).

وأكد بولسون على أنه لا ينوى إنقاذ حملة أسهم فانى وفريدى. لكنه تقهقر فى حملة استشراف الخطر الأخلاقى. وكان أكبر قلق لديه الآن هو أن يتعافى التوأمان دون تضطر الخزانة للاستثمار. وتفوه ببعض الكلمات الشجاعة لدرجة أنه أيد الشركتين فى شكلهما الحالى.

كانت المشكلة، كما قال رودريجيث وبولسون نفسيهما، إن التوأمين بحاجة إلى أكوام من رأس المال. واستمرت الخسائر لتصبح فلكية وتبدو بعيدة عن الانتهاء. وبحلول أغسطس آب، امتلك التوأمان، أو ضمنا، ما يقدر بنحو تريليون دولار فى صورة رهون عقارية خردة، واحدة من فوائض المضاربة الكبيرة للعصر(٢٧٢). ومما أنذر بالشؤم،

كان يتعين أن يخفف امتلاك بولسون للبازوكا مخاوف السوق. وفى الأسبوعين التاليين على العمل بمشروع القانون، انزلقت أسهم فانى بشكل سقيم من ١٢ دولارًا إلى ثمانية دولارات. وخلق احتمال التحرك الاتحادى دوامة خطرة. وبعد أن عرفوا أن الخزانة تقف مستعدة للاستثمار، انسحب مستثمرو القطاع الخاص (خشية أن يذوبوا فى محيطات رأس مال الحكومة). هل كان من الممكن أن يُرغم بولسون على استخدام مسدسه بعد أن حشاه؟

مع هبوط أسهمها، وتصاعد خسائرها، شعر بولسون أن المؤسسات التى ترعاها الحكومة فى موقف لا يمكن الدفاع عنه. وكان متأكدًا من أنه سوف يترك المنصب بعد انتخابات نوفمبر تشرين الثانى (بصرف النظر عمن سيفوز فيها)، ولم يرد أن يترك المشكلة معلقة لخلفه[٢٧٣]. لكن الخزانة لم تستطع وحدها أن تحدد ما سوف تفعله معها. لذا استأجر بولسون مورجان ستانلى كى تبتكر حلاً. وبعد أن عرض التكليف على روث بورات وبوب سكلى اللذين تزعما فريق مورجان ستانلى، حمسهما بولسون قائلا: "سيكون هذا أكثر الأمور التى تفعلونها إرهاقًا وجزاء فى مشواركما المهنى". ووضع ثلاثة أهداف. وربما تساءل المصرفيون عن كيف يفترض بهم أن يحققوا الهدفين الأولين وهما "استقرار السوق"، و"توافر الرهون العقارية"، وهما من المحتمل أن يكلفا مالا، مع تحقيق الهدف الأخير وهو "حماية دافعى الضرائب". وأنهى بولسون الاجتماع فجأة، وقال: "سأذهب إلى الأولمبياد"، قاصداً الذهاب إلى بكين، "وعندما أعود أريد أن أرى الكثير من التقدم"[٢٧٤].

كان التحدى مضنيًا، كما أدرك ذلك بورات وسكلى سريعًا. وكانت فانى قد سجلت لتوها خسارة فصلية و - بعد أن فات الميعاد - علقت شراء الرهون العقارية من الفئة إيه البديلة وهى الفئة التى أضرت بها أفدح الضرر. (فالرهون العقارية من الفئة إيه البديلة مثلت عُشر سندات فانى ونصف كامل من خسائرها[٢٧٥]). ومنذ الخريف الماضى، رفعت فانى تقديرها من توقعات الخسائر من

سبعة مليارات إلى ٢٥ مليار دولار. وتوقفت فريدى ماك، وهى فى حال أسوأ، عن رسم توقعات ببساطة.

وكلف بورات وسكلى ٤٠ شخصًا بالعمل. وحللوا أصول وسيولة ومحاسبة التوأمين. وأجرى مركز مورجان ستانلى للبيانات فى مومباى تحليلا، كل رهن عقارى على حدة، لكل قرض من المؤسسات التى ترعاها الحكومة. وفى النهاية، عمل الفريق خمسة أسابيع مقابل ما إجماليه ٩٥ ألف دولار - تقريبًا تكلفة عشاء لمصرفيين.

ووظف بولسون، قبل أن يتوجه إلى الصين، زميلا آخر فى جولدمان، كندريك ويلسون، وهو زميل دراسة من دارتماوث (وهو زميل دراسة للرئيس بوش فى مدرسة الاقتصاد فى هارفارد) ليكون مستشاره ورسوله إلى وول ستريت. وبدأت نواة جولدمان فى وزارة الخزانة تضايق المنافسين الذين دأبوا على الاشتباه فى أن مصرفى جولدمان وراء أخبث المؤامرات. ولم يعد الآن من السهل التغاضى عن الخوف من إيواء الخزانة لعصابة من جولدمان أو على الأقل تقبل الخزانة لمصالح جولدمان.

كان ويلسون اختيارًا ماكرًا، فقد عمل من قبل مع لوى رانيرى فى سولمون، مهد توريق الرهون العقارية. واقترح بولسون أن يبدأ بفحص إيه. أى. جى وكانت شركة التأمين قد سجلت لتوها خسارة كبيرة، وكان وليمستاد، كبير المديرين التنفيذيين الجديد، خائفًا. ومن غياهب الزمن، تلقى مكالمة هاتفية من نائب بارز للرئيس فى منزله الساعة التاسعة مساء فى إحدى الليالى. وحذر الموظف "لدينا احتمال حدوث فوضى سيولة." ووظف وليمستاد مدير الاستثمار فى بلاك روك ليحسب قيمة مقايضات إيه. أى. جى وتضرع، "قل لى فحسب... كم ستكلفنى". وفى الوقت نفسه، كان يتوسل لوكالات التصنيف الائتمانى ألا تخفض تصنيف إيه. أى. جى. قبل أن يطور خطته التى وعد بها. ولم يعتقد ويلسون، مستشار بولسون، أنها واعدة فيما يبدو. وبينما كانت إيه. أى. جى تهرول وراء المستثمرين، مستضيفة موكبًا من الكيانات المالية التى تضمنت بعض الشركات التى تحاول جمع أموال لليمان، بل وليمان نفسها[٢٧٦]. لكن

سندات الرهون العقارية واصلت هبوطها، وواصلت التزامات الدين المكفولة بضمان لدى إيه. أى. جى. هبوطها.

بالإضافة إلى هذا، علم ويلسون أن إيه. أى. جى. تصارع مأزقًا آخر يدل على تجاهل وول ستريت الصارخ لمخاطر الرافعة المالية. وكانت شركة التأمين تحتفظ بأموال نقدية لصالح طرف ثالث كضمان لإقراض أوراق مالية أخرى. وكان الأمر إلى هذا الحد اعتياديًا، وتمثل الفرق فى أن إيه. أى. جى لم تكن فى الحقيقة تحتفظ بالنقود لكنها استثمرتها فى سندات مدعومة برهون عقارية. وكان الطرف الثالث يريد نقوده فى غضون عشرين أو ثلاثين يومًا، لكن السندات التى امتلكتها إيه. أى. جى تراوحت مدتها المتوسطة بين ١٠ و١٢ عامًا، وقيمتها فى السوق منخفضة، بالطبع. وكان لدى إيه. أى. جى مليارات الدولارات فى مثل هذه الالتزامات. ومرة أخرى، انتهك بالتجاهل أقدم درس فى وول ستريت: لا تقترض لفترة قصيرة وتقرض لفترة طويلة. وقال ويلسون لبولسون: "هذا يبدو كما لو أن قطار شحن بضائع قادم".

وبدأ ويلسون النبش فى خبايا النظام المصرفى. وارتعب من الديون الهائلة المتراكمة فى النظام المصرفى الأمريكى. فأينما ولى وجهه رأى رافعة مالية فوق أخرى - هرم خطير من الالتزامات. وعلى سبيل المثال، فالسند المالى الذى يمثل دم الحياة لتمويل الشركات، كان مدعومًا بحدود ائتمان احتياطية شكك ويلسون فى أنه لا يمكن أبدًا سحبها. ورأى أن مصرفى البنوك المركزية الأسيوية الذين يزعجون الخزانة بشأن فانى وفريدى على حق فى قلقهم من الائتمان الأمريكى. وكان ويلسون نفسه قلقًا، وما زال حديثًا فى المنصب، فسأل مسؤول بشأن خطة الخزانة فى حالة ظهور بير ستيرنز أخرى. وجاءت الإجابة سريعة "كين، ليس لدينا خطة لعينة".

الفصل الحادى عشر

دور فاني

سوف أقدم تعليقى الآن سيدى الرئيس. اعتقد أن فانى وفريدى يحتاجان إلى بعض التعديلات، لكنى لا أعتقد أنهما بحاجة إلى إعادة هيكلة جذرية فيما يتعلق برسالتهما، وفيما يتعلق بدورهما فى سوق الرهون العقارية الثانوية وما إلى ذلك.

تشوك شومر، أمام اللجنة المصرفية التابعة لمجلس الشيوخ فى السادس من أبريل نيسان عام ٢٠٠٥[٢٧٧].

فى وقت مبكر من أغسطس آب، انخفضت أسهم فانى وفريدى لستة أيام متوالية. وفى اليوم السابع، ١٤ أغسطس آب، انتعشت الأسهم. ثم انخفضت لأربعة أيام أخرى. ويوم الأربعاء، ٢٠ أغسطس آب، انخفضت فانى ٤,٢٥ فى المئة فى هبوط بنسبة ٩٤ فى المئة فى عام. ودعا جيم كرامر، المذيع المختص بالأسهم فى التليڤزيون، إلى وقف التعاملات. البازوكا لم تجد نفعًا فيما يبدو.

ناشد دانييل مود، كبير المديرين التنفيذيين لفانى، ونظيره فى فريدى، ريتشارد سيرون، الخزانة وجهة التنظيم الجديدة التابعين لها، وهى الوكالة الاتحادية لتمويل الإسكان، لمنحهما مزيدًا من الوقت. وأرادا بشدة تفادى خزى الاستيلاء الحكومى، وأرادا بكل حماس أن يجمعا المال سرًا - وإن يكن مع تقديم الحكومة حائط حماية

إذا فشلا. ورأى مصرفيو مورجان ستانلى مشكلات تكتنف هذا النهج. فإذا حاول التوأمان، اللذان يعتقد أنهما يواجهان خسائر كبيرة، جمع رأس مال وفشلا، فرد فعل السوق قد يكون مدمراً.

وشغلت محنة المؤسسات التى ترعاها الحكومة المصرفيين الكبار فى فترة استجمامهم فى نهاية أغسطس آب، فى جاكسون هول بولاية وايومنج. واتفق مسؤولون من الاحتياط الاتحادى، الذين غابوا عن الندوات ليحللوا زوجى الرهون العقارية، على أن الترتيب الحالى للتوأمين لا يمكن الدفاع عنه [٢٧٨]. ومع المشهد الهادئ فى وادى جبال جراند تيتون، لم يكن برنانكى فى مزاج طيب. ومع أنه يشارك عادة فى المداخلات الفكرية، فقد كدح تحت ضغط هائل، وكان متوتراً بسبب توجيه غالبية النقد له. ولم يلق بالا لنقد الصحفيين الشائك، لكنه شعر بالإهانة من بعض نظرائه الأكاديميين الذين كانوا يتمتعون برفاهية حياة الأستاذية التى لم يعد يستمتع بها برنانكى. وشعر، فى ظل المخاطر التى يواجهها النظام المالى، أن الهجمات على الاحتياط الاتحادى لإنقاذه بير ستيرنز ساذجة تقترب من الأمر الشخصى [*]. وجاءت أكثر التعليقات تأثيراً، فى منتجع جاكسون هول، على لسان مصرفى يابانى من البنك المركزى، كان يستعيد ذكرى الكساد الشديد الذى شهدته بلاده فى تسعينيات القرن الماضى – وهى سابقة الكثير منها يتذكره برنانكى. وقال المصرفى اليابانى إن خبرة اليابان دافعت عن "إعادة رسملة مبكرة وواسعة النطاق للنظام المالى" [٢٧٩].

فى واشنطن، دعم مود بولسون لبعض الوقت، وأشار إلى أن فانى، على خلاف فريدى، جمعت رأسمالاً الربيع الماضى، وهى فى حال أفضل نسبيًا. لكن الأهمية

(*) أشاد آلان ميلتزر الاقتصادى البارز ومؤرخ الاحتياط الاتحادى تحديدا باستقلالية بول فولكر وجرينسبان (السلف السابق مباشرة لبرنانكى قبل أن يتفق على أن "الاحتياط الاتحادى الحالى يبدو بلا عمود فقرى فيما يبدو. ووصفت صحيفة وول ستريت جورنال برنانكى بأنه عبد "على طريقة بافلوف" للسوق. (المترجم)

العملية لتفوقها كان طفيفًا، لأن المستثمرين الأجانب أصبحوا يعاملون الشركتين بالفعل كتوأمين. كلاهما كان يفقد ثقة السوق.

وإضافة إلى هذا، تعب بولسون من الإثارة المحيطة بالمؤسسات التى ترعاها الحكومة والتى شغلت الفترة التى احتل فيها المنصب. كان يضع الأساس لتدقيق إدارتها، وربما يُجرى بعض التعديلات الموسعة، وطلب من كين ويلسون أن يبحث عن كبار مديرين تنفيذيين جدد محتملين. وتعين أن يتم البحث بسرية تامة فأى تسرب سوف يهز السوق.

وحرص بولسون على التحرك بسرعة. وكان من المقرر أن ترصد ليمان مكاسب فى بداية سبتمبر أيلول، وأراد بولسون أن يبعد فانى وفريدى عن الطريق قبل أن يكشف ليمان عن المزيد من الخسائر الأخرى التى من المحتمل أن تعرقل السوق مرة أخرى[٢٨٠]. وفى خطوة جريئة، تباحث مع نانسى بيلوسى، رئيسة مجلس النواب، ومع هارى ريد، زعيم الأغلبية فى مجلس الشيوخ، بشأن السعى لتوسيع السلطات للتعامل مع ليمان. ولم يعتقد أى منهما أن لديه ما يكفى من الأصوات لإقرار هذا[٢٨١].

وحالف ديك فولد القليل من الحظ فى العثور على مشترٍ مع الترويج لبيع قسط من ليمان لقائمة غسل البنوك الدولية. وأبدى الكوريون اهتمامًا لكن المفاوضات كانت مؤلمة. واتصل فولد ببوب دايموند، كبير المديرين التنفيذيين لباركليز، تحت ستار مكالمة هاتفية اجتماعية، وأضاف ببراعة: "هل لنا أن نتحدث؟"

وظلت الروح المعنوية فى ليمان مرتفعة بشكل مدهش، بفضل رئيسها الجديد، بارت مكداد، الذى دعم روحًا مفتوحة شاملة. ورغم أنه كان نادرًا ما يلاطف، لكنه سارع بإخبار المرؤوسين بأنهم يؤدون عملا جيداً. لكن لم يكن لديه حل سريع. وتقدمت "سبينكو" (الشركة المنبثقة التى تضم أكثر أصول ليمان تسببًا فى المشاكل) ببطء. وفى منتصف أغسطس آب أيضًا، تركت لجنة البورصة والأوراق المالية القيود على البيع على المكشوف ينتهى العمل بها، مما عرض ليمان للبيع على المكشوف مرة أخرى.

وأصيب روسو بالسكتة الدماغية، لكن أسهم ليمان التى انخفضت الآن إلى منتصف ما بين ١٠ و٢٠ دولارًا، أصيبت أيضًا بسكتة خلال أغسطس آب.

ومما كان مزعجًا بالمثل للبنوك، أن وول ستريت أنشأ طريقة بديلة للمضاربة ضد الشركات المتعثرة، من خلال المشتقات، وهذه السوق غير المنظمة بالمرة ارتدت على مبتكريها فى وول ستريت بالانتقام. وابتكر مهندسون ماليون فى منظمة بانكرز تراست مقايضة الائتمان كصيغة لتأمين عجز الشركات عن السداد(*). كان الغرض الأولى يفترض أن يكون وسيلة تحوط. فيستطيع بنك أقرض جنرال موتورز أن يتحوط لمخاطره بشراء مقايضة الائتمان من طرف آخر يعتقد أن القرض سيُسدد. ومن ثم، إذا عجزت جنرال موتورز عن سداد القرض، يستعيد البنك استثماراته من خلال المقايضة. ولسوء الطالع، فمثل هذه التحوطات أصابت بالفتور حافز البنك فى القيام بالوظيفة التى يعتمد عليه المجتمع فيها: أن يوزع بحكمة الائتمان على المقترضين المستحقين.

وتمثلت المشكلة الأكبر فى أن أى أحد - ليس فقط المقرض الذى له حصة فى سلامة الشركة - يستطيع أن يشترى مقايضة. فى عالم التأمين التقليدى، كان هناك قواعد راسخة تحظر على الأطراف غير أصحاب الشأن أن تضارب (فلا تستطيع، على سبيل المثال، أن تشترى بوليصة تأمين على الحياة لجارك). لكن المضاربين والمشترين على المكشوف وكل شخص آخر بوسعه أن يشترى مقايضات العجز عن سداد الائتمان. وتطورت السوق لتصبح كازينو يحدد فيه مزاج السوق الاحتمالات المفترضة للعجز عن السداد.

فى ذاك الوقت، منح المقرضون، بل ووكالات التصنيف الائتمانى، لهذه السوق تسليمًا بالسلطة أثر فى القرارات الائتمانية الفعلية. وعلى سبيل التوضيح، تخيل أنك

(*) مصطلح مقايضة الائتمان ليس كريهًا كما يوحى اسمه. فهو يشير إلى تجارة يتبادل -أو "يتقايض" - فيها طرف قسطًا من النقود فى مقابل حماية من فشل الشركة- حرفيا، "عجز عن سداد الائتمان". (المترجم)

ذهبت لتأمين سيارتك، وقال لك الموظف: "أود بالفعل أن أكتب لك وثيقة تأمين لكن السوق يعتقد أنك مخاطرة شديدة". وتقول متلعثمًا: "لكن لم تقع لى حادثة"، ويتنهد الموظف قائلاً: "لا... لكن شخصًا راهن مع وكيل المراهنات فى الحى بأنه سوف تقع لك حادثة، وأنا قلق من أنه يعلم شيئًا ما. ربما الشهر المقبل".

أصبح سوق مقايضة الائتمان نوعًا من قاعة المرايا التى ينعكس أو يتشوه فيها ائتمان وول ستريت بحسب إرادة السوق. وفى نهاية أغسطس آب، كان الكازينو يعمل على أشده. وقفز سعر التأمين على دين ممتاز لإيه. أى. جى بقيمة عشرة ملايين دولار من ٧٠ ألف دولار فى بداية العام إلى ٢٧٥ ألف دولار. وسجلت ليمان زيادة مشابهة، كما ارتفع التامين فى بنوك أخرى (متعثرة أو ليست كذلك) أيضًا. وارتفع قسط التأمين لجولدمان، وهى شركة قادرة تمامًا على السداد، من مبلغ تافه إلى ١٥٠ ألف دولارا[٢٨٢]. كان بعض هذه الأمور منطقيًا؛ فالمخاطر زادت. لكن الائتمان كان يوزعه فعليًا حشد من المضاربين. والأسوأ من هذا، أن بعض الذين يشترون "التأمين" كانوا من البائعين على المكشوف، ومهتمين بأن يروا أسعار التأمين تتصاعد بشدة.

ولأن ارتفاع الأسعار فى سوق المقايضات كان معديًا، فقد ساهمت فى إذكاء مخاوف الضعف الشامل. ولم تشبه التوافد على البنوك لسحب الودائع، وهو الأمر الذى أذكى كآبة ثلاثينيات القرن الماضى. واستشعر مدير صغير فى ليمان، مهمومًا بشأن ارتفاع أسعار المقايضة، والضغط من البائعين على المكشوف، وتشديد شروط الائتمان بصفة عامة، أن "العالم يتهاوى". وزادت المصائب المتفاقمة لفانى وفريدى من كآبة المزاج فى ليمان - كما فعلت المقالات التى لا تتوقف عن التكهن بشأن اضمحلال الشركة، والتى شعر وليمستاد فى إيه. أى. جى أنها تشبه عصابة تخنق شركته أيضًا. وفى الأوقات العادية، يتم السيطرة على الشركة بشكل فردى، لكن فى أوقات العسر، يتوارى التمييز خلف إحساس بالمخاطر المشتركة. فالتجار الذين لم يريدوا جزءًا من بنك استثمارى واحد، لم يريدوا جزءًا من أى بنك

آخر. وأصاب هذا الاضطراب الائتماني إيه. أى. جى وارتفعت معدلات الفائدة على ديونها. ومما أنذر بالشؤم، رفض الآن المقرضون الذين اشتروا أوراقا تجارية لفترة ٤٠ يومًا أوراقًا تزيد مدتها على ١٥ يومًا[٢٨٣]. ومع ارتفاع أسعار تأمين ائتمان إيه. أى. جى على سوق المقايضات، تصاعد قلق وكالات التصنيف الائتماني. والأطراف النظيرة، جولدمان ساكس بخاصة، كانت تنبح عند أبوابها من أجل المزيد من الأموال(*).

واستدعت إيه. أى. جى بقلق جيه. بى. مورجان، مستشارها المصرفى، وقدمت مورجان الرأى غير المرحب به، ومفاده أنه من المحتمل خفض التصنيف الائتماني.[٢٨٤] ولم توافق إيه. أى. جي، فعلاقاتها بمورجان كانت صعبة منذ الربيع، وضرب هذا مثالاً آخر لإيه. أى. جى. على عدم ثقة مورجان. لكن لم يكن لدى وليمستاد خيار آخر.

وخلال الأسبوع الأخير من أغسطس آب، ذهب وليمستاد ليزور جيمى ديمون، زميله السابق فى سيتى جروب، وستيف بلاك، الرجل الثانى، بحكم الأمر الواقع، فى مورجان. وقال وليمستاد إنه قلق من خفض محتمل للتصنيف الائتمانى ويحتاج إلى تأمين التمويل ليعبر ربع العام؛ وأنه يأمل، بعد ٣٠ سبتمبر أيلول، أن يجمع رأسمالا. وقال وليمستاد، ناظرًا فى عينى ديمون: "سوف أحتاج ميزانيتك العامة. هل ستقدمها؟" وأضاف ديمون: "بالتأكيد"(**).

وغادرت جماعة نيويورك المالية لقضاء عطلة عيد العمال (***). فى حالة من عدم الارتياح تُذكر بأغسطس آب قبل عشر سنوات، عندما قلب العجز عن سداد السندات

(*) لم يمنع اهتمام جولدمان بإيه. أى. جى من مواصلة تكليفه كمستشارا لإيه. أى. جى. وقال وليمستاد للويد بلانكفين، كبير المديرين التنفيذيين فى جولدمان: "أنت متناقض" أثناء عشاء سعيد لولا هذه الكلمة. (المترجم)

(**) سمع وليمستاد هذا تعبيرا عن النية وليس تعهدا ملزما.

(***) تحل عطلة عيد العمال فى الولايات المتحدة فى أول يوم إثنين من شهر سبتمبر أيلول. (المترجم)

الروسية السوق رأساً على عقب. وفى ذاك الوقت، ومثل الآن، أصبحت الأموال تتدفق من الأصول الأكثر خطورة إلى أذون الخزانة الأمريكية وتقلب سوق الأسهم يتزايد. لكن فى ذاك الوقت، نشأت المشكلة فى الخارج، ولم يكن لها تأثير على أواسط الأمريكيين. وهذه المرة، فهى أزمة نشأت محليًا، وكان لها آثار وخيمة على الشارع التجارى. فقد وصل حبس الرهون، فى أغسطس آب، ٣٠٠ ألف؛ وكان ٢٠ فى المئة كاملة من أصحاب الرهون العقارية عالية المخاطر متأخرون بشدة عن السداد، فى أزمة ائتمانية لا مثيل لها[٢٨٥]. وفى عام ١٩٩٨ أيضًا، كان صندوق التحوط لونج تيرم كابيتال مانجمنت هو أبرز ضحية أمريكية. هذه المرة، كانت بنوك وول ستريت – قلب النظام المالى – تترنح. وكان ديك فولد يستبسل فى محاولة التوصل إلى صفقة مع الكوريين المراوغين. واستكشف أيضًا رأى كين لويس المولع دومًا بالاستحواذ فى بنك أوف أمريكا [٢٨٦]. وقضى بولسون وبرنانكى، السبت والأحد الأخيرين من أغسطس فى واشنطن، أملا فى حسم الأزمة بشأن المؤسسات التى ترعاها الحكومة قبل أن تتفاقم مكانة ليمان.

وفى عطلة عيد العمال، كانت وزارة الخزانة تضج بالمسؤولين ومصرفيى الاستثمار والمحامين. ويعود مبنى الوزارة إلى عام ١٨٤٢، ولا يسبقه فى المبانى الاتحادية إلا البيت الأبيض (إلى الشمال الغربى مباشرة) ومبنى الكونجرس. وبنى على غرار نمط الأحياء اليونانية بأعمدة من الجرانيت ترتفع ٣٦ قدمًا فى الواجهة الشرقية وتقود إلى داخل فسيح ودرج لولبى.

وفى وقت مبكر من يوم السبت، انتقل بورات وسكلى، مصرفيو مورجان الذين أوكل إليهم مهمة تشخيص مأزق المؤسسات التى ترعاها الحكومة، إلى غرفة المؤتمرات المريحة قبالة بولسون. وانضم إليهما إيد هنرى، الشريك فى شركة واتشتل، وليبتون، وروزن آند كاتز القانونية التى كانت تقدم النصح لبولسون وعدد من المسؤولين، من بينهم، فى بعض الأوقات، بولسون، وبرنانكى، وكيفين وارش من الاحتياط الاتحادى.

وطرح تقرير بورات وسكلى ثلاثة خيارات: (١) دع المؤسسات التى ترعاها الحكومة تجمع رأسمالا بنفسها وهو ما يحافظ فى الأساس على الحال القائم؛ (٢) "الوصاية" التى يعمل التوأمان بموجبها تحت الإشراف الاتحادى؛ و(٣) "الحراسة القضائية" وهى قريبة من التصفية المنضبطة. ومع أن كل خيار كان يطرح مشكلات، لم يكن لدى بولسون ولا الاحتياط الاتحادى أى شك فى أنه تعين عليهم التصرف. ولم يكل مصرفيو البنوك المركزية الأجنبية، وهم أكثر قلقًا بشأن سنداتهم، عن مطالبة الخزانة بالسداد. ولم يستطع بولسون أن يتحمل فكرة أن الصينيين يرفضون السند الأمريكى؛ فتعين عليه تحقيق الاستقرار فى السوق.

ومع مواجهة التوأمين لخسائر كبيرة لكن غير محددة، لم يكن أحد يعرف مقدار رأس المال الذى سوف يحتاجانه. وتمثل الخوف فى أن أى مقدار تقريبًا سينظر إليه على أنه قليل للغاية. ماذا عن ٥٠٠ مليار دولار؟ وقال برنانكى أن هذا سيكون كبيرًا للغاية وسوف يرعب الناس[٢٨٧].

وكان من المسائل الحاسمة أيضًا، تلك القضية المربكة المتعلقة بالكيفية التى يجب أن تعامل بها الحكومة، فى حال تدخلها، المستثمرين فى فانى وفريدى. ولأسباب تتعلق بالمجازفة الأخلاقية، لم يرد بولسون أن يحمى حاملى الأسهم العادية. وعلى الجانب الآخر، فكى تطمئن سوق السندات، كان يتعين حماية الدائنين. وترك هذا طبقة وسطى، من الأشخاص الذين استثمروا فى الأسهم الممتازة فى المؤسسات التى ترعاها الحكومة. أى قرار تقريبًا سيرقى إلى درجة التدخل فى الأسواق. بل تساءل مسؤولو الخزانة إذا ما كان يمكنهم مقاضاتهم.

وواصل مود وسيرون، رؤساء الشركة، حشد الدعم ضد عملية الاستحواذ. وأدرك مود أنه مع الرخص الشديد لأسهمه، فلن تستطيع فانى جمع رأسمال على الفور، لكنه استحث بولسون على أن يمنحه وقتًا - "مساحة تنفس" كما نعتها محامى مود. لكن بولسون لم يجب فى الحقيقة[٢٨٨]. ومع استمرار عدم علم الجمهور، ارتفعت الأسهم.

وفى يوم الجمعة الخامس من سبتمبر أيلول، أغلقت فانى على ما يزيد قليلا عن سبعة دولارات، وفريدى عند خمسة دولارات.

واتصل بولسون، فى الليلة السابقة، بهربرت أليسون، المدير التنفيذى المتقاعد من وول ستريت والبالغ من العمر ٦٥ عامًا. وفى عام ١٩٩٨، لعب أليسون، باعتباره الرجل الثانى فى ميريل لينش، دورًا محوريًا فى إنقاذ صندوق التحوط لونج تيرم كابيتال مانجمنت. ووصل بولسون إليه الآن فى كانيل باى، وهو منتجع فى جزر العذراء، حيث كان يستمتع هو وزوجته وولداه بعطلة وعد بها منذ فترة طويلة. وقال بولسون أن وضع المؤسسات التى ترعاها الحكومة خطير. وأضاف: "أتستطيع أن تأتى وتدير واحدة منها؟".

وقال أليسون "سوف أفعل أى شىء تريده. أحتاج أن أعود إلى المنزل وأحصل على بعض البذلات". وقال بولسون الذى كان يريد أليسون أن يدير فانى ماى: "لا، تعال إلى هنا غدًا". واعترض أليسون بأن كل ما يملكه هو الملابس الكاكى وحذاء خفيف. وقال بولسون: "تعال كما أنت".

وفى يوم الجمعة، اتصل جيمس لوكهارت، المشرف على تنظيم الشركات التى ترعاها الحكومة، بمود وأخبره أن يكون فى مكتبه الساعة الرابعة مساء. وسأل مود عن موضوع الاجتماع، وسكت لوكهارت. وذهب مود مع محاميه، رودجين كوهين. كان مساء رطبًا، ووصلت درجة الحرارة فى واشنطن ٩٠ درجة فارنهايت، وكانت العاصفة الاستوائية هانا تقترب من المدينة. وتأخر مود فى مروره من الأمن، وفى ردهة الاستقبال، لمح برنانكى وموظفًا من الخدمة السرية(*). يتوجهان للاجتماع نفسه. وفى ذاك الحين، رأى مود صحفيًا من صحيفة وول ستريت جورنال

(*) الخدمة السرية هى وكالة اتحادية لتنفيذ القانون مسؤولة عن أمرين فى الأساس: التحقيق فى الجرائم المالية؛ وحماية الزعماء الأمريكيين الحاليين والسابقين مثل الرؤساء ونوابهم ومرشحى الرئاسة. (المترجم)

يتحدث بغضب فى هاتفه المحمول. وكان من الواضح أن أموراً جللا أوشكت أن تقع. وفى أعلى، اقتيد مود وكوهين إلى جانب من طاولة المؤتمر؛ وواجههم على الجانب الآخر المسؤولين الثلاثة، لوكهارت وبولسون وبرنانكى. وتحدث بولسون ولوكهارت. وبدا برنانكى غير مرتاح بشكل واضح مفشياً عدم الرضا الراسخ للاحتياط الاتحادى فيما يتعلق بكل جانب من جوانب ترتيب المؤسسات التى ترعاها الحكومة. ولم يقل رئيس الاحتياط الاتحادى شيئًا تقريبًا، إلا عبارة تبدو أنها معدة سلفًا وهى "نحن داعمون"(٢٨٩).

وقال المنظمون لمود إن الحكومة ستضع فانى تحت الوصاية. ولعب مود على وتر الوقت – فربما تكون هناك أرض وسطى بين هذا وبين خطة فانى التى اقترحها – لكن ريتشارد ألكسندر، المحامى الذى وظفته الحكومة، قاطعه. وأشار ألكسندر بجفاف "جهتك التنظيمية ووزير الخزانة ورئيس الاحتياط الاتحادى دعوك إلى هنا... لم يأتوا لإجراء حوار". وأبلغت الحكومة مود أن أمامه حتى يوم صباح الأحد ليتوصل إلى اتفاق مع مجلس إدارته. وإلا، سوف يعلن لوكهارت أن الشركة تفتقر لرأس المال ويستولى عليها – مع فريدى ماك التى استدعيت إلى اجتماع مشابه – على حدة.

ويوم السبت، بينما كانت هانا تطوق المدينة برياح عنيفة وأكثر من بوصة من الأمطار فى الساعة، سمع مجلسا إدارة فانى وفريدى المعلومات الرهيبة. فالحكومة سوف تستثمر ما يصل إلى ١٠٠ مليار دولار فى طرح جديد من الأسهم الممتازة فى لكلتا الشركتين، مما يوفر ما يكفيهما من رأس المال لدفع ما عليهما للدائنين والبقاء فى السوق. وفى مقابل دعمها، سوف تأخذ الحكومة أربعة أخماس الأسهم العادية، لتمحو تقريباً حملة الأسهم(*). وأثار المحامى، كوهين، القضية الدقيقة المتعلقة بإذا ما

(*) حصلت الحكومة على ١٠٠ فى المئة من حقوق التصويت، بالإضافة إلى شهادات تمثل ٧٩.٩ فى المئة من حصة الأسهم العادية فى كل مؤسسة ترعاها الحكومة. وانخفض سعر أسهمها إلى أقل من دولار واحد. (المترجم)

كان سيتم إنقاذ الأسهم الممتازة. وقال دان جيستر، المسؤول من الخزانة، إنه يتعين عليهم أن يرسموا الخط فى مكان ما - وضاعت الأسهم الممتازة أيضًا. وأسقط فى يد المدراء التنفيذيين. ثم جاءت الضربة القاضية: فُصل كبار المدراء التنفيذيين بسرعة من مناصبهم.

كان إنقاذ التوأمين مؤسفًا لكن لا محيص عنه على الأرجح. وحفزت الحكومة الأمريكية المستثمرين حول العالم على أن يعتقدوا أن فانى وفريدى تحظيان بدعمها. ومع أن السياسة كانت مضللة بشكل يرثى له، لكن بولسون كان ملزمًا بتنفيذها.

وفى الأسابيع والشهور التالية، أضر ترك المسؤولين للتوأمين بالطبيعة الاستباقية للإنقاذ، مع الأخذ فى الاعتبار أن المؤسسات التى ترعاها الدولة لم تكن على وشك الفشل. وزعموا أيضًا أن الأزمة الموجودة بالفعل صنعها بولسون الذى فاقم تشريعه المفاجئ فقدان السوق للثقة[٢٩٠].

كان هناك لب صلب من الحقائق فى هذه الانتقادات، لكن بدايةً، لم يتمتع السوق قط بمثل هذه الثقة فى المؤسسات التى ترعاها الحكومة لولا تحالفها غير العادى مع وزارة الخزانة. وخلق التحالف صراعات لا يمكن فضها بين المصالح العامة والخاصة. واستنتج بولسون محقًا أن التدبير لم يعد يجدى - وربما لم يجد قط. وكان التدخل قبل ظهور أزمة فعلية حصيفًا وكفى[*].

وتركز تحليل آخر تال لما حدث على قروض الرهون العقارية من الفئة إيه البديلة التى أضرت بالتوأمين كثيرًا. ولم تكن قروض الرهون العقارية من الفئة إيه البديلة تستهدف تحديدًا الفقراء، ولم تساعد فى تحقيق أهداف وزارة الإسكان والتنمية

(*) بعد عملية الاستيلاء، اتصل آلان جرينسبان هاتفيًا ببولسون وسأله: "لماذا لم تؤممهما فحسب؟" ورد بولسون: "لماذا لا تفعل أنت ذلك؟"، وأجاب جرينسبان أنه ما كان له أن يستطيع أن يقر الأمر فى الكونجرس. (المترجم)

الحضارية فى توفير الإسكان لمنخفضى الدخول. بعبارة أخرى استثمر التوأمان فى هذه القروض ليس للخير الاجتماعى، بل من أجل الربح. وأوحى هذا للبعض بأن احتيال الشركات - وليس التخطيط الاجتماعى للكونجرس - هو ما تسبب فى فشل التوأمين (٢٩١). والحقيقة أكثر غموضًا. فالسبب الذى جعل الكونجرس وجهته التنظيمية يعطيان لفانى وفريدى مثل هذه الهبة (فى كل من السعى وراء أرباح حملة الأسهم وفى المساعدة فى توفير الإسكان لمنخفضى الدخل) كان أن يسمحا لهما بأن يواصلا رسالتهما الاجتماعية. فلو كانت المؤسسات التى ترعاها الحكومة محض حيوانات اقتصادية، فما كان من المحتمل أن يوجد ضمان، وما كان للأسواق أن تسمح لهما بمثل هذه الرافعة المالية. ولا يعنى هذا (كما جادل كثيرون محقين) أن يلام بشكل كامل أصدقاء فانى وفريدى فى الكونجرس، لكن تجاهل تأثير هؤلاء الأصدقاء يعنى عدم رؤية كيف استطاع التوأمان أن يقترضا بشكل عشوائى للغاية مبلغ الخمسة تريليونات دولار هذه.

وفى يوم الاثنين التالى على عملية الإنقاذ، فى الثامن من سبتمبر أيلول، انتعشت سوق الأسهم، وهنأ مسؤولو الخزانة أنفسهم على الانقلاب الجيد التنفيذ. والإشارة السلبية الوحيدة جاءت من ليمان، فقد انخفضت أسهمها بشكل مزعج ١٣ فى المئة لتصل إلى ١٤ دولاراً فحسب، مما أفسد إحساس بولسون قصير الأمد بالانتعاش. وأسوأ من هذا تلقى فولد مؤشرات مقلقة تفيد أن عرض الشراء من الكوريين الجنوبيين، منقذه الأكثر ترجيحًا كان يفشل. وخلال عطلة نهاية عطلة الأسبوع، زار جون ماك، كبير المديرين التنفيذيين لمورجان ستانلى، فى منزله ليناقشا عملية اندماج، لكن النقاش لم يتمخض عن شىء. وكان الاهتمام بليمان أكبر فى باركليز، لكن ديموند، المدير التنفيذى، كان ينتظر الاحتياط الاتحادى ليدعوه إلى العطاء. وباعتباره ممثلا عن بنك أجنبى فلا يمكن اعتباره صياداً فى الماء العكر. وعلاوة على هذا، كان باركليز مازال يطالب بصفقة مدعومة اتحادياً. فقد سمم إنقاذ بير ستيرنز المياه، وتوقع الجميع أن تساعد الحكومة ليمان أيضاً.

وحاول بولسون بحماس شديد أن يبدد هذه الآمال. وأذاع فى وول ستريت أن الخزانة ليس لديها أموال لليمان، وليس لديها السلطة لتقديم أية أموال [٢٩٢]. كان هذا مفيداً كحيلة تفاوضية، وعكس نفوره من حدوث إنقاذ آخر. ومثل أيضاً درجة من فطنته السياسية، فبعد فانى وفريدى، فاض الكيل بالجمهور من عمليات الإنقاذ التى اعتبرها عطايا للمصرفيين الأثرياء (*).

وفى يوم الثلاثاء، رجع سوق الأسهم، مصاباً بقلق بسبب ليمان، عن مساره وانخفض اثنين فى المئة. وساء أداء أسواق الائتمان بشكل أكبر. ولتفادى المخاطر، سحب المقرضون أموالا من المقترضين فى القطاع الخاص و وضعوها لدى الحكومة من أجل الأمان. وبعد يوم من التفكير، تزعزع استقرار التجار بسبب الخسائر فى الأسهم الممتازة لفانى وفريدى، وبسبب الحقيقة الأكبر وهى أن إبعاد التوأمين عن الخطر لم يحل الأزمة المصرفية. وفى علامة تذكر بأن مشكلات الرهون العقارية عالية المخاطر مازالت بعيدة عن الانتهاء، أقال مجلس إدارة واشنطن موتشوال كبير مديريها التنفيذيين، كيرى كيلينجر، المصرفى الذى زعم ذات يوم أن الرهون العقارية ليست إلا مثل البيع بالتجزئة. ووقعت هذه الضربات المتنوعة فى يوم واحد، كما لو أنها انتقام رب غاضب، لتنزل بثقلها الشديد على مؤسسات مضطربة أخرى، إيه. أى. جى بخاصة. فقد هبطت أسهمها تحت ٢٠ دولاراً، واضطرت إلى إعادة تمويل مليارات الدولارات من ديونها فى ظل ظروف صعبة. وكان جيه. بى. مورجان، المؤسسة البنكية لإيه. أى. جى، والمنقذ المفترض، يتحرك ببطء فى التوصل إلى علاج. ومع ضعف ائتمان إيه. أى. جى كانت كلفة تأمين سنداتها فى سوق مقايضة الائتمان ترتفع

(*) عبرت صحيفة وول ستريت جورنال عن رأيها بشكل واضح "وزير الخزانة أحدث سابقة رهيبة تاركاً أصحاب الديون الثانوية فى مؤسسات مالية كبيرة أخرى يحسبون أنهم سوف يحصلون أيضاً على أموال إنقاذ من الحكومة إذا تعسروا". (المترجم)

بتهور. وفي نهاية أغسطس آب، كانت مقايضاتها تباع مقابل ٣٧٥ ألف دولار؛ وفي يوم الأربعاء العاشر من سبتمبر أيلول، بلغت ٥٢٠ ألف دولار.

وذهب وليمستاد، رئيس إيه. أي. جي ليزور جايتنر، مدركًا أن الرقابة من الاحتياط الاتحادى لنيويورك التى طالما عرفت بأنها قيد، قد تكون طوق نجاة الآن. واقترح وليمستاد أن يعيد الاحتياط الاتحادى تصنيف إيه. أي. جي حتى تستطيع شركة التأمين الاقتراض من إدارة الخصم فى الاحتياط الاتحادى - وليس عرضًا، أن تخضع لسلطات الاحتياط الاتحادى. ووعد جايتنر، وهو لم يتحدث، وبدا شارد الذهن، بأن "يبحث الآليات". وغمغم رئيس إيه. أي. جي أن الأمور ملحة، لكن جايتنر كان مشغولا بالحديث فى الهاتف. واستنتج وليمستاد أنه كان يتحدث إلى فولد. ومن الواضح أن تركيزه كان على ليمان.

ولسبب جيد: مع تسرب الخبر يوم الثلاثاء بأن صفقة ليمان مع البنك الكورى الجنوبى ألغيت، تم التعامل فى ٤٠٠ مليون سهم من أسهمها- تقريبًا تم تداول الشركة كلها فى يوم واحد. وهبط سعر السهم ٤٥ فى المئة، منخفضًا إلى أقل من عشرة دولارات، وانخفضت قيمة السوق إلى رقم زهيد بلغ ستة مليارات دولار، هبوطًا من ٣٧ مليار دولار فى بداية العام. وانتاب سكيب مكجى، رئيس الاستثمار المصرفى فى ليمان، إحساس حدسى مؤرق، بعد أن رأى أسعار أسهم ليمان تصل إلى رقم واحد. وكان يشمل جناح المدراء فى ليمان إحساسًا بأنه غرفة عمليات حرب، حيث يقتات المصرفيون على حصص من حلوى إم آند إمز ومشروب الكوكا منخفض السعرات الحرارية، ويستبسلون فى محاولة رسم الهجمات والهجمات المضادة. وصرخ فولد، وهو يشاهد هبوط الأسهم، بصوت عال "ها نحن مجدداً، الإدراك يتفوق على الواقع مرة أخرى" (٢٩٢). وانقض البائعون على المكشوف على الأسهم. وشعر فولد بانه مثل طريدة.

وفى واشنطن، تجلى لبولسون أنه قد يكون يواجه بير ستيرنز ثانية، والفارق الوحيد هذه المرة أنه لا يوجد منقذ واضح. ولم يمر إلا يومان، منذ إنقاذ فانى وفريدى،

وبولسون يواجه أزمة جديدة، والآن تمر الأزمة بليمان. ودعا مسؤولو الخزانة كبار المدراء التنفيذيين في باركليز وأيضًا كين لويس من بنك أوف أمريكا وحثوهم على أن يدخلوا العطاء. ومن بين الاثنين، كان البنك البريطاني أكثر اهتمامًا بشكل واضح. لكن كلا المتنافسين قالا إنهما سوف يحتاجان إلى مساعدة الحكومة؛ وأكد بولسون على أنها لن تأتي المساعدة (٢٩٤).

وركز وول ستريت مع هذا أنظاره على واشنطن. وزار ستيف بلاك، المدير التنفيذي في جيه. بي. مورجان، يوم الثلاثاء بولسون وكان من المقرر أن يجتمعا بقيادة الجمهوريين في مجلس النواب بعد الغداء. لكن مع هبوط أسهم ليمان - وهو زبون رئيسي لمورجان - كان لدى بلاك أفكار أخرى. وقرر أن يتخطى الاجتماع بالجمهوريين من مجلس النواب وأن يجرى اتصالات بليمان.

وبانتقاله إلى مكتب مورجان في جادة بنسلڤانيا، اتصل بلاك بفولد بعد ظهيرة يوم الثلاثاء. وقال له دون مواربة أن مورجان قلقة. وأضاف بلاك محاولا أن يبدو معقولاً: "أفهم مخاوفك... لكننا قلقون للغاية من انكشافنا في التعامل اليومي". وكان لدى مورجان طلبًا لم يُبت فيه للحصول على ضمان إضافي؛ والآن طالب بلاك بخمسة مليارات دولار إضافية وهو ما وعد ألا يبقيها أطول مما تعتبره مورجان ضروريًا.

وقال فولد: "ماذا عن ثلاثة مليارات دولار؟" ووافق بلاك.

ومع إبعاد العمل غير السار من الطريق، استفسر بلاك بشأن ما قد تستطيع مورجان عمله لليمان. واقترح أن يدعو فولد جايتنر ويطلب منه أن "يجمع القطط"، أي أن يستخدم الاحتياط الاتحادي لجمع البنوك التي قد تشارك في رأس المال. واضطلع الاحتياط الاتحادي في نيويورك بهذه المهمة تحديدًا قبل عشر سنوات لصالح صندوق لونج تيرم كابيتال مانجمنت.

لكن فولد، الذي استمد الكثير من الطمأنينة من مرات نجاته السابقة، رفض. وقال إنه سوف ينظر إليها على أنه عمل من أعمال اليأس سوف يدمر الأسهم. وتذكر

بلاك قناعته الداخلية أن فولد لن يشترى أبدًا ليمان عندما يستطيع، بل عندما يضطر لذلك فحسب. وقال بصراحة: "ديك، إنك فى عسر شديد. أفضل أشخاص يجمعون هذه القطط هم الاحتياط الاتحادى. لكن فولد لم يتحرك. لقد انضم إلى ليمان عام ١٩٦٩، وفى السنوات التسع والثلاثين التالية (ربع عمر الشركة) نجا من الكثير من الأزمات. وشاهد ثروته وهى تنمو لتصل إلى ٩٠٠ مليون دولار، وهو مبلغ لم يخطر ذات يوم ببال أحد، ثم تقلص فى الأيام القليلة الماضية إلى ما يقرب من ٧٥ مليون دولار.

وطلب فولد من بلاك أن يرسل فحسب بعض المصرفيين بحلول المساء، ليروا إذا ما كان بوسع مورجان أن تساعد ربما بخطة لجمع رأس المال. وسوف تحضر سيتى جروب أيضًا. وانعقد اجتماع فى سيمسون ثاتشر آند بارليت، إحدى الشركات القانونية التى تمثل ليمان. وكانت ليمان تستعد "لدعوة" لجنى مكاسب مع مستثمرين صباح الأربعاء لمراجعة مكاسبها فى الربع الثالث. وكان الغرض من دعوة جنى المكاسب، وهى واحدة من طقوس وول ستريت الراسخة، هو دعم الميل الطبيعى فى وول ستريت نحو التفاؤل. وسوف تقدم ليمان أيضًا "سبنكو" – الخطة التى تستهدف تقسيم أصولها بين "بنك جيد" و "بنك سيئ" والتى سوف تنقذ الشركة، بحسب مصرفيى ليمان.

وفى الاجتماع فى سيمسون ثاتشر، أنصت جون هوجان، رئيس قسم المخاطر فى البنك الاستثمارى لمورجان، وهو لا يصدق. كان فريق ليمان غامضًا بشأن متى وكيف يجمعون رأس المال الضرورى. وقال هوجان إن السوق سوف تشتم ضعف الخطة؛ وأية خطة لا تُنفذ حتى عام ٢٠٠٩، من غير المحتمل أن تهدئ المستثمرين. ونصح ليمان ألا تمضى قدمًا فى الدعوة لجنى المكاسب.

وبالعودة إلى المقر، وهو ناطحة سحاب فى الجادة السابعة، احتدم النقاش بين مصرفيى ليمان بشأن نصيحة مورجان. وإذا فُتح المجال أمام الأسئلة التى لا يمكن الإجابة عنها فقد – كما تعتقد مورجان– يعزل هذا المستثمرين فى منعطف حاسم،

لكن عدم قول أى شيء مطلقًا قد يثير الشكوك أيضًا. واستطال الجدل إلى المساء حتى ضجر المدراء التنفيذيون وتألقت أضواء ميدان تايمز تمامًا، وقرر المصرفيون أن يمضوا قدمًا فى الأمر.

فى الدعوة لجنى المكاسب، تقمص فولد شخصيته كرجل مبيعات ممتاز. وقال مبتهجًا "لنا سجل طويل فى العمل سويًا فى الأوقات العصيبة"(٢٩٥). ولم يكن تقرير ليمان كله سيئ؛ وقلصت رافعتها المالية جهودها فى بيع الأسهم. لكن خسارتها الفصلية كانت الأسوأ فى تاريخ الشركة، وعظمها انخفاض مذهل بلغ ثمانية المليارات دولار فى قيمة رهونها العقارية. وتساءل المستثمرون: ما الذى يحدث إذا تلا ذلك عمليات انخفاض؟ ولم يتبق لدى ليمان إلا ٢٠ مليار دولار من الأسهم العادية (٢٩٦).

وكان أكثر الأمور إزعاجًا لجمهورها القلق بالفعل هو أن ليمان مازال لديها ٥٠ مليار دولار فى صورة سندات عقارية - ثلثها سكنية والباقى تجارية. ورأى المستثمرون فى الأسهم التجارية أنها التى أسقطت فانى وفريدى، وفى الأسهم التجارية شيئًا مسممًا، وفى الحقيقة، لا يمكن مسه.

وجعلت ليمان الكثير من خطتها يتمركز حول تقسيم نفسها إلى اثنين، لكن عبارة واحدة فى بيانها الصحفى -"يتوقع أن تكتمل فى الربع الأول من السنة المالية ٢٠٠٩" - أفرغ منها الأمل. وتحولت الدعوة لجنى المكاسب إلى صراع شديد بين المدراء التنفيذيين الذين غيروا مواقفهم بشدة والمستثمرين المتشككين فى كفاية رأس مال ليمان ومدى ملائمة عمليات الخفض. ولم تدخل شركة مالية معركة مثل هذه إلا وخسرتها.

وبعد الدعوة لجنى الأرباح، أعلنت جولدمان وميريل لينش ومورجان ستانلى بشجاعة أنها سوف تواصل القيام بنشاط اقتصادى مع ليمان. لكن وكالات التصنيف الائتمانى تراجعت بشكل واضح. وسواء بشكل مستحق أم لا، ظلت وكالات

التصنيف الائتمانى تلعب دور حارس بوابة وول ستريت. والمستثمرين أنفسهم الذين أتبعوها كأغنام إلى الأوراق المالية للرهون العقارية سوف يتبعون بالعبودية نفسها تماماً دعوتها بشأن ليمان. وأمرت موديز، بطريقة تبدو كما لو أنها سلطة عليا، ليمان بأن تجد مستحوذاً ثريا، وإذا فشلت فى ذلك، فسوف تخفض التصنيف الائتمانى لليمان ثلاث درجات وربما أكثر. وبأخذها فى الاعتبار الانهيار السريع لبير ستيرنز، أمهلت موديز ليمان حتى تستوعب أن الموعد النهائى هو يوم الإثنين [٢٩٧]. وتلقت ليمان تحذيرات مشابهة من ستاندرد آند بورز. كانت هذه تحذيرات خطيرة للغاية، ليس فقط لتأثيرها على الجمهور. وبموجب البنود لعدد من عمليات الاقتراض، سوف يتعين على ليمان على الفور أن تعلن المزيد من الضمان الإضافى إذا تم خفض تصنيفها. ومن ثم، فقد امتلكت وكالات التصنيف مفتاح مصير ليمان.

وشف وجود موعد نهائى عن إحساس وول ستريت بالضرورة. واندلع سوق مقايضة الائتمان. وارتفعت علاوات التأمين إلى ٥٨٠ ألف لضمان عشرة ملايين من سندات ليمان، صعوداً من ٣٢٠ ألف دولار فى الأسبوع السابق [٢٩٨]. وتجمدت سوق الرهون العقارية؛ وأوقف المشترون المحتملون المشاركة فى عطاءات. وأصبح دائنو ليمان قلقين بشكل واضح. وتأثر جون هوجان، مدير إدارة المخاطر فى جيه. بى. مورجان الذى حث ليمان على ألا تمضى قدماً فى عملية الدعوة لجنى الأرباح، بشجاعة ليمان. لكنه تشكك فى - قدرتها على حسر المد. وتخلت جيه. بى. مورجان عن أية فكرة تفيد بأنها قد تجمع رأس مال لليمان. وأصبحت الآن أكثر قلقاً على نفسها.

وبعد التشاور مع ستيف بلاك، عرض هوجان سجلا عن انكشاف مورجان على ليمان، أى نحو ٧٥ ألف تعامل، وصنفها حسب نوع السند ومستوى المخاطرة. وقصد بالسجل تحديد ما سوف يحدث إذا "ذهبت" ليمان، حسبما وصفه هوجان برزانة. وكان انكشاف مورجان كبيراً. ووضع هوجان ليمان فى مكانة ما قبل الموافقة، مما يعنى أن لا أحد فى ليمان يستطيع إجراء تعاملات مع ليمان دون موافقته أو موافقة نائبه. وما

كان يهم أقوى البنوك فى وول ستريت أن ليمان ترجع إلى المكانة الشرطية، وهو ما يمثل مكانة الأعراف للشركات التى فقدت الثقة فيها.

ونفرت صناديق التحوط من ليمان كما لو أنها ضحية طاعون. وأرادت الصناديق وأطراف أخرى لها تعاملات كبيرة مع ليمان أن تتخلص من أى ارتباط، وكانت تحث البنوك الأقوى على أن تحتل موقع ليمان وتضطلع بالتزاماتها. وتجلى فى السوق أن رسملة ليمان ضعيفة. وفى تقريرها بشأن الأرباح، تباهت ليمان بسيولتها؛ وكان المستثمرون بحاجة إلى أن يروا صافى قيمة الأسهم. وأثبتت اضطرابات عام ٢٠٠٨ صحة أقدم الاقوال المأثورة فى المصارف: فى حال الأزمة، لن يضمن بقاء مؤسسة إلا رأس المال.

وقضى بولسون يوم الأربعاء يتلقى مكالمات هاتفية من سياسيين معادين حتى لمجرد اقتراح عملية إنقاذ: من المنافسين على منصب الرئاسة، باراك أوباما وجون مكين؛ نانسى بيلوسى؛ وتشوك شومر؛ الجمهوريين والديمقراطيين. والتأمت المشاعر ضد مساعدة ليمان فى صيغة نادراً ما شهدها الكونجرس الأمريكى: معارضة محمومة من الحزبين [٢٩٩]. وشاركهم بولسون، بالطبع، هذه المشاعر. وكرر للصحفيين عدم وجود سياسة للإنقاذ وأكد عليها للاحتياط الاتحادى. ولم يعتقد برنانكى ولا وارش بأن هذا من الحكمة، لأنها قلصت خياراتهم. لكن بولسون كان مصمماً، مثل رجل سوف يدخل، بعد شهور من الانتظار، معركة طال توقعها فى الصباح. فلم تتسلل ليمان إليه على غفلة، كما فعلت بير ستيرنز. فقد كانت الوكالات المتعددة للحكومة الاتحادية تعرف أصول ليمان، وتعرف الاستحقاقات عليها. وكانوا، كما افترضوا مستعدين.

واعتقد معظم المصرفيين فى ليمان أن الشركة سوف تنجو - إذا أبرمت صفقة. وكان روسو، المدير الأقرب لفولد، يشعر بيقينية. وكما كان روسو على دراية بالأمر، سوف يتجه مدراء بارزون من باركليز فى لندن فى وقت قريب إلى نيويورك. وكان بنك أوف أمريكا موجوداً فى الميدان بالفعل. ومع وجود قرشين - وربما أكثر - فى المياه،

فإن أحدهما سوف يلتقم الطعم. وكما قال فولد، فإن لليمان تاريخ من النجاة فى الأوقات الصعبة.

ومع هذا، صدرت مكالمة من ليمان فى وقت متأخر من يوم الأربعاء إلى هارفى آر. ميلر، الشريك فى شركة ويل جوتشال أند مانجيز القانونية فى مدينة نيويورك، تسأله إذا كان يستطيع أن يبدأ جمعًا مبدئيًا لبيانات بشأن ليمان. وكان ميلر أبرز الخبراء القانونيين فى إعادة تنظيم الأنشطة الاقتصادية. وكان تخصصه فى الإفلاس.

الفصل الثانى عشر

بلا نوم

كنت أستيقظ كل ليلة مفكرًا فيما كان بوسعى عمله بشكل مختلف.

ريتشارد فولد، جلسة استماع للجنة المراقبة والإصلاح الحكومى فى مجلس النواب، فى السادس من أكتوبر تشرين الأول، فى عام ٢٠٠٨.

كان هارفى ميلر يقوم بعمل فى ديلاوير عندما جاءته المكالمة من ليمان. وفى يوم الثلاثاء، ١١ سبتمبر أيلول، قال مكتبه إنه عاد إلى الديار مبكرًا. وكان عمل الإعداد بشأن ليمان يمضى قدمًا، وعمل ميلر، وهو رجل طويل القامة، ومحام أنيق الملبس، فى عمليات إفلاس تكساكو، ويونيتد أيرلاينز وماسيز، وأقربها شركة إندى ماك، لا يُستغنى عنه إذا كان على ليمان أن تتقدم بطلب إعلان الإفلاس. وحذر روسو، المحامى البارز لليمان، ميلر من أن يفشى موضوع تكليفه إلى أى شخص. وفى ثانى دفعة من الكلام، توسل روسو إليه بأن يعزل مساعديه العاملين فى القضية فى غرفة مؤتمرات مغلقة. وأطلق على المسعى اسمًا حركيًا هو "مشروع الاعتدال"، وطمأن روسو ميلر، لكن الاستعدادات للإفلاس كانت احترازية خالصة. وقال روسو: "هذا لن يحدث... لدينا أشياء تحت الإعداد سوف تجدى نفعًا".

وكان بنك أوف أمريكا، المستحوذ المحتمل، يفحص بتمعن سجلات ليمان في مركز مؤتمرات في وسط المدينة لسوليفان وكرومويل، في حين انخرط باركليز في عمل مواز في سيمسون ثاتشر. وانطلاقًا من هذه المراكز القانونية، انغمس قطاع كبير من مانهاتن في القضية الملحة لإنقاذ ليمان. وفي الاحتياط الاتحادي، كان مسؤولون يستكشفون إذا ما كان اضمحلال ليمان، إذا وصل الأمر إلى هذا الحد، سيقلب سوق المشتقات[٣٠٠]. وبعد أن عجزوا عن التمتع بفترة راحة طويلة تكفي للذهاب إلى منازلهم، حجز مسؤولون من الاحتياط الاتحادي غرفًا في فندق ميلينيوم الذي يطل على جراوند زيرو، موقع الكارثة الإرهابية قبل ثمانية أعوام بالضبط. وفي ليمان، نشط فولد في دعوة المسؤولين والأصدقاء في وول ستريت، مبدداً الإشاعة (التي نشرتها صحيفة تايمز، وهو ما كان مؤلمًا) والتي مفادها أنه قد يُقال من منصبه [٣٠١]. وكما لو أنه يعطي حقنة مقوية لفولد في ذراعه، دخل جون ماكومبر، المدير في ليمان، وهو يشق غرفة الحرب التي يتجمع فيها أكثر من عشرة مصرفيين، وأعلن بحيوية "هذا حظ سيئ؛ لقد قمتم جميعًا بعمل عظيم". وصدقه قلة من المصرفيين.

وفي مكان آخر من المدينة، كان جون تاين، رئيس ميريل لينش، يحضر اجتماعاً قبالة الموقع في فندق ريجينسي الأنيق، وكان يستأذن من حين إلى آخر ليجيب على مكالمات عاجلة في الهاتف المحمول. وألقت أزمة ليمان بظلال على كل بنك استثماري، وميريل بخاصة. وبالنسبة إلى الأمريكيين العاديين، كان ثور ميريل العلامة عليها هو رمز سوق الأسهم ذاتها. لكنه عانى المرض نفسه الذي أصاب ليمان- رافعة مالية كبيرة جداً، واعتماد مبالغ فيه على التمويل قصير الأجل، وسندات - وسندات العقارات منها بخاصة - قيمتها مشكوك فيها.

واعتقد تاين أن ميريل آمنة، لكن جريج فليمنج، رئيسها البالغ من العمر ٤٤ عامًا، لم يكن متأكدًا جداً. تخرج فليمنج، وهو ابن معلمين من هوبوول جانكشن بولاية نيويورك، من مدرسة ييل للقانون وكان قد مر عليه بالفعل ١٦ عامًا في ميريل التي كان يكنُّ لها ولاء جندي. وما كان يخيفه هو الأنباء التي تنتشر بسرعة بأن ليمان

كانت تتحدث إلى بنك أوف أمريكا الذى كان تواقًا فى السابق فيما يبدو إلى الاستحواذ على ميريل. وكان كل ما يستطيع فليمنج التفكير فيه هو "إذا أنقذ بنك أوف أمريكا ليمان، فمن سينقذنا؟".

وهاتف فليمينج إيد هيرليهى، محامى واتشتل، الذى كانت له علاقة وثيقة بكين لويس، وترجاه أن يجعل تاين ولويس يتحدثان بشأن الاندماج بين بنك أوف أمريكا وميريل قبل أن يفوت الآوان. وناشده فليمينج قائلا: "يتعين عليك أن تجعل لويس يهاتف تاين". كان يوحى بأنه مرتعد. وأجاب هيرليهى بأنه تعين على تاين أن يجعل العجلة تدور؛ فلويس لن يستجيب لأى حديث من أى أحد آخر. وكانت أسهم ميريل ضعيفة فى ذاك الخميس؛ وهبطت أسهم ليمان بشكل سقيم إلى ٤,٢٥ دولار.

ومن الغريب أن إيه. أى. جى كانت بعيدة عن أنظار الجمهور. لكن، من الناحية المالية، كانت مشكلاتها أكبر من مشكلات ليمان. وفقد عملاق التأمين أموالا باهظة بلغت ١٨,٥ مليار دولار خلال الأرباع الثلاثة السابقة، وكان يحملق فى ٧٨ مليار دولار فى صورة انكشاف على التزامات الدين المكفولة بضمان للرهون العقارية عالية المخاطر، بالإضافة إلى أموال أخرى أكبر منها حتى، فى صورة مجموعة مختلفة من التزامات الدين المكفولة بضمان. ومع تلاشى تعاقدات مقايضاتها اضطرت إيه. أى. جى إلى طرح ٢٢ مليار دولار فى صورة ضمانات؛ وإذا تم خفض تصنيفها الائتمانى، كما كانت وكالات التصنيف الائتمانى الجبارة تهدد، فستكون عرضة لما يبلغ ١٨ مليار دولار إضافية، وربما ما يصل إلى ٣٠ مليار دولار [٣٠٢].

وعلى خلاف ليمان التى تحمست فى محاولة تقليص انكشافها لشهور، تحركت إيه. أى. جى بتؤدة وبطء. والأسوأ أنها كان تتشاجر مع جيه. بى. مورجان، حليفها المفترض. ولم يراع وليمستاد تيم مين، مصرفى مورجان المكلف لدى إيه. أى. جى الذى بدا راضيًا عن نفسه ومتعجرفًا. وكانت مورجان من جانبها مقتنعة أن أرقام إيه. أى. جى على خطأ. ولم تثق أى من الشركتين بالأخرى؛ ولم تكن أحداهما بمفازة تامة من اللوم. لكن لم يكن لدى إيه. أى. جى رفاهية الاستمتاع بمشاعر الجريح، حتى إذا

استفزتها مورجان المترنحة؛ وكان عليها أن تجمع السيولة. واتصل هانك جرينبيرج، شيخ إيه. أى. جى المعزول، وأكبر حملة أسهمها، بوليمستاد هاتفيًا يوم الخميس وجأر قائلاً: "ماذا ينتظر رجالك بحق الجحيم؟"(٣٠٢).

وبذل وليمستاد وجيمى ديمون من مورجان جهداً لاستعادة العلاقات الطيبة. وفى يوم الخميس ذاته، أرسل ديمون كبير مصرفييه الاستثماريين، دوجلاس براونشتاين، ليفحص دفاتر إيه. أى. جى وأحرز براونشتاين تقدمًا كبيرًا. لكن التوترات بين الشركتين استمرت. وفى وقت لاحق من اليوم، تلقى براين شرايبر، الرئيس الشاب لقسم التخطيط فى إيه. أى. جي.، اتصالا هاتفيًا من تيم مين الذى أزعجه بالمطالبة بخطاب اتفاق علاقة تجارية موقع. وصرخ شرايبر فى رده "أين مخزونى من الريبو؟" (وهو مصطلح خاص بوول ستريت يشير إلى قرض ليلى). ورد مين بإفحام "هل أنت مجنون؟ أتعتقد أننى سوف أقرضك فى حين تحتاج إلى ٣٠ مليار دولار؟" وعلى الفور، سمع شرايبر من ستيف بلاك، الرجل الثانى ذى النفوذ الذى لم تثبط همته فى مورجان. ورعد بلاك قائلا: "كل جزء من المعلومات التى حصلنا عليها كانت خاطئة... لقد استُغفلنا للغاية!".

ولم تفاجئ هذه العروض المسرحية وليمستاد بخاصة. وبصفته مصرفيًا، كان يعرف أن البنوك لا تقرض عشرات المليارات من الدولارات على أساس غير آمن. لم يكن لدى إيه. أى. جى أصول تتعهد بها – لكن فى الأغلب، كانت محتجزة فى شركات التأمين الخاضعة للوائح التابعة لها. وكانت إيه. أى. جى فى حاجة إلى نقد متوافر على مستوى الشركة الأم. وتمثل أفضل آمالها – وربما أملها الوحيد – فى العثور على مستثمرين. والمصدر الأكثر ترجيحًا للاستثمار الكبير فى مثل هذا الإشعار قصير الأمد سيكون شركة ذات أسهم خاصة.

وأطلق وليمستاد وابلا محمومًا من الاتصالات الهاتفية. واتصل شرايبر، المدير فى شركته، بمدير الاستثمار لشركة بلاك روك وتوسل إلى مدير بارز أن يعثر على مشتر بحلول نهاية الأسبوع. وبأخذ تعقيد إيه. أى. جى فى الاعتبار، فلا تخفى عبثية

الطلب فيما يبدو(*). ثم، اتصل وليمستاد هاتفيًا بكريس فلاورز، مصرفى الأسهم الخاصة الذى تقدم بعطاء لبير ستيرنز. وسأل وليمستاد عن الأمر.

وقال وليمستاد بصراحة: "سوف ينفد منا النقد يوم الأربعاء". وطرفت عين فلاورز. وإيه. أى. جى لديها تريليون دولار فى صورة أصول، و١٣٠ ألف موظف. إنها أكبر شركة تأمين فى العالم. كان فلاورز يعمل بالفعل على عملية اندماج قسرية محتملة، وكان يقدم النصح لبنك أوف أمريكا بشأن عرضها لليمان برازرز [٣٠٤]. وكانت فكرة إنقاذ ليمان وإيه أى. جى كلاهما فى وقت واحد، تبدو فى أى وقت آخر منافية للعقل، لكن وول ستريت وطريقته فى تنفيذ الأعمال كان معلقًا بالنتيجة. فإذا أطيح بإيه. أى. جى فإن آخرين سوف يذهبون معها، وإلى أين سينتهى الأمر؟

والتفت فلاورز إلى عضو مجلس الإدارة المنتدب فى شركته، جون أوروس الذى عاد لتوه من مطار كيندى، مترجلا من رحلة استغرقت ٢٢ ساعة، قادمًا من أستراليا. واتفقا على أن يقسما الموارد، وذهب أوروس وبعض موظفيهم إلى وسط المدينة ووصلوا إلى إيه. أى. جى مساء بتوقيت نيويورك. وهناك تقدم أوروس بطلب محدد- طلب ميزانية موحدة. ولم يكن مهتمًا بمستحقات للفروع الكثيرة لإيه. أى . جى؛ بل أراد أن يعرف مقدار ما مع الشركة - الشركة ككل - فى الوقت الحالى. ولم يعرف أحد فيما يبدو. غادر موظف وعاد بما يشبه عربة يد محملة بدفاتر وملفات. وكان من الواضح أن حساب موارد إيه. أى. جى من النقد أكثر تعقيدًا مما كان يبدو. وكما يتذكر أوروس، بعدم دقة رقمية، لكن بفهم جيد للحقيقة الأكبر:

> **تخيل إيه. أى. جى بهذه الشركات الهائلة للتأمين - الفروع المنفردة التى تمثل شركات عظيمة. مضت الشركة الأم وأصدرت مقايضات الائتمان بمئات الملايين من مليارات الدولارات التى تتقاضها عنها ربع من واحد فى المئة أو ثلاثة أثمان من النقطة المئوية. وبينما يكون التصنيف ثلاثة إيه، يتعين ألا تضع ضمانًا.**

(*) يشبه الرسم البيانى لهيكل شركة أيه. أى. جى مكعب روبك ماليًا تمتد فيه أسماء الشركات التابعة ١٣ عمودا و ٢٥ صفا.

إحسبها، فإذا تم تخفيض الائتمان إلى اثنين إيه، فستكون النتيجة خمسة مليارات دولار، وإذا تم تخفيض التصنيف إلى إيه واحدة فستكون النتيجة ٥٠ مليار دولار، وإذا تم خفض التصنيف أدنى من هذا فستكون النتيجة ١٨٠ مليار دولار كضمان. فما النتيجة التى ستخرج بها إذا ضاعفت هندسيًا النقد الذى لديك بالسالب، مع وصولك لمشاكل مالية؟ [٣٠٥].

وبينما ظلت إيه. أى. جى إلى حد كبير بعيدة عن الأنظار، حظيت دراما ليمان بجانب من اهتمام المسرح العام. فحاصر الصحفيون مقراتها، وأدلى الخبراء المعلقون فى التليفزيون بآرائهم بشأن احتمالات نجاتها واتصل المستثمرون القلقون لفحص سنداتهم. (طمأن صندوق ريزيرف برايمرى فاند الذى كان يمتلك ديون ليمان العملاء أن سندات ليمان آمنة.)[٣٠٦]. وكانت صناديق التحوط تحاول أن تنقل الأوراق المالية من ليمان إلى وسطاء آخرين. وفى الوقت نفسه، بدا مدراء ليمان التنفيذيون هادئين بشكل خارق للطبيعة، معتقدين أنه سيتم التوصل إلى صفقة. وبث تونتشى، أمين الخزانة، الروح فى البيانات للمتنافسين على ليمان، باركليز وبنك أوف أمريكا. وكان لدى كليهما أسئلة جدية بشأن الجودة الائتمانية لسندات ليمان، وخاصة قروضها الاقتصادية المثيرة للمتاعب. وتمثلت القضية الأكثر إلحاحًا فى إذا ما كان وول ستريت سيواصل تمويل الشركة المتعثرة إلى حين التوصل إلى صفقة.

وفى ليلة الثلاثاء، كان تونتشى فى شركة سوليفان وكروموبل التى تساعد بنك أوف أمريكا فى توخى اليقظة اللازمة. وأُنتزع من الغرفة ليتلقى مكالمة من جين بايرز روسو، رئيسة وحدة تجار الوساطة فى جيه. بى. مورجان. وكانت بايرز روسو وتونتشى يتحدثان يوميًا تقريبًا، وبينهما علاقة زمالة. هذه المرة، كانت أخبارها كئيبة، وكانت نبرتها اعتذارية تقريبًا. ولم تتلق مورجان إلا خمسة مليارات فى صورة ضمان إضافى؛ وكانت تحتاج إلى المال صباح الجمعة. وأضافت إنه إذا كان أى شخص فى ليمان يريد أن يناقش الأمر فليكن مع "جيمى" [٣٠٧].

واتصل تونتشى على الفور برؤسائه. وبعد فترة قصيرة، اتصل رودجين كوهين، محامى سوليڤان وكروميل هادئ الحديث الذى نفوذه فى مثل هذه الأمور بلا نظير، بالاحتياط الاتحادى فى نيويورك ليعرف إذا ما كان من المحتمل أن يحث مورجان على منح ليمان إنقاذًا مؤقتًا. ورد مكتب جايتنر ببرود شديد بأن طلب مورجان "ملائم". ومع أن مورجان كانت تعمل بشكل واضح فى مجال حقوقها، كشأن مصرفى، لكن كوهين أصيب بصدمة من النبرة غير المتعاطفة فى رد الاحتياط الاتحادى.

كان جايتنر وبولسون يريدان بالتأكيد أن تنجو ليمان، لكنهما كانا ينظران إلى جيه. بى. مورجان، أحد أقوى البنوك الموجودة، كحجر الزاوية فى التوصل إلى حل وليس عقبةً. وتشاور المسؤولون فى وقت متأخر من ذلك المساء. واتفقا على أنه قد آن الأوان للتقدم والعمل والاستقرار على خطة. وكان مقدر أن يبقى الأمر سرًا حتى إغلاق الأسواق يوم الجمعة.

وقدم بولسون، يوم الجمعة، إفادة إلى الرئيس بوش، مؤكدًا على أن ليمان برازرز قد تعيش حتى عطلة نهاية الأسبوع. وسأل بوش، تلقائيًا، عن لماذا ليمان مختلفة عن بير ستيرنز. وأجاب بولسون أنه، حتى الآن، لم يظهر مشتر. وكان بولسون الآن مستغرقًا تمامًا فى قضية منع المجازفة الأخلاقية. ووافق الرئيس على أن الإفلاس نتيجة طبيعية ومناسبة للشركات الفاشلة. بالإضافة إلى هذا، وجد بولسون، المهموم بليمان، بعض السلوى فى تقارير تفيد أن إيه. أى. جى سوف يتم إنقاذها بموارد خاصة. واحتمال أن يُحسم مصير كلتا الشركتين فى السوق، وأن إيه. أى. جى، على الأقل، سوف تنجو، ضمد جروح وول ستريت، وأرضى قوائم الأولويات المتعارضة والجبارة لبولسون – للإحجام عن الإخلال غير الطبيعى بالتوازن وللحفاظ على توازن السوق(٢٠٨).

لكن إيه. أى. جى لم تكن قريبة، بحال من الأحوال، من الحسم كما كان يعتقد بولسون. وأصدرت ستاندرد آند بورز تهديدًا بخفض التصنيف الائتمانى فى ذاك اليوم، وواصل المقترضون الخائفون نفورهم، وخاصة من السندات التجارية لإيه.

أى. جى وبحلول صباح الجمعة، قُدر العجز فى نقد شركة التأمين بنحو عشرة مليار دولار، وكلما فحصت مورجان، اتسع العجز. وفى الوقت نفسه، كانت أسهم إيه. أى. جى تهبط. وأغلق يوم الجمعة عند ١٢ دولاراً منخفضاً ٣٠ فى المئة.

وفى محاولة ليبدو هادئاً، اتصل وليمستاد بكولبيرج كرافيس روبرتس آند كو، وهى شركة رائدة فى مجال الأسهم الخاصة (وليست غريبة هى نفسها عن الرافعة المالية)، وسألها إذا ما كانت تستطيع أن تنظم عملية بيع. والآن، كانت فجوة إيه. أى. جى تقدر بنحو ٢٠ مليار دولار. وارتفعت مقايضة العجز الائتمانى على سنداتها بشدة إلى ٩٠٠ ألف لكل عشرة مليارات دولار من السندات، فى بادرة على توتر شديد فى سوق الائتمان [٣٠٩]. وفى حالة يأس، فى وقت متأخر من هذه الظهيرة، اتصلت إيه. أى. جى بإريك دينالو، مراقب التأمين فى الولاية؛ كانت الشركة اتصلت به مساء الجمعة فى منزله بشمال الولاية فى عطلته الأسبوعية. وإدراكاً منه لخطورة الوضع، ألغى دينالو خططه للعطلة وقرر العودة إلى نيويورك [٣١٠]. وفى الوقت نفسه، أبلغ محامى مجلس إدارة إيه. أى. جى المدراء بأن يكونوا على استعداد لتلقى مكالمات تطلب حضورهم.

وبينما كان مراقب الولاية يتعامل مع إيه. أى. جى، ركز المشرفون على التنظيم المصرفى الاتحادى، فى يوم الجمعة هذا، على واشنطن موتشوال التى ظلت أكبر منظمة إدخارية فى البلاد. وهبطت أسهمها إلى أدنى من ثلاثة دولارات، وانخفض تصنيفها الائتمانى إلى مكانة الأسهم الخردة – لتقف بذلك على قدم المساواة مع مقترضى الرهون العقارية عالية المخاطر، الذين كانوا فى أوج الفقاعة الائتمانية، يحرصون للغاية على أن تقرضهم. التمويل صعب لكن له تقليعة شاعرية العدل. وكانت واشنطن موتشوال فى حاجة إلى الائتمان، لكن تقليعة إطعام الأفواه الفقيرة كانت قد تلاشت؛ أصبحت واشنطن موتشوال الآن فى وضع لا يختلف عن مقترضى الرهون العقارية عالية المخاطر بمليارات الدولارات الذين يواجهون حبس الرهن. ومع إصرار

واشنطن موتشوال على أن لديها سيولة، لكن الإشاعات انتشرت أنه سوف يتم الاستحواذ عليها.

وانشغل بولسون وبرنانكى وجايتنر بالقضية الأشد إلحاحًا المتعلقة بما يستطيعون عمله لليمان. ولم يشارك مسؤولا الاحتياط الاتحادى انشغال بولسون بالمجازفة الأخلاقية – أو على الأقل، لم يفكرا فى أنها تفوق الحاجة إلى عدم خروج الأزمة عن نطاق السيطرة. لكنهم كانوا خاضعين لضغوط قانونية. وكان مسموح للاحتياط الاتحادى، بحكم القانون، أن يقرض للأفراد والشركات ما دام أن ائتمانهم "محقق لإرضاء بنك الاحتياط الاتحادى" (٣١١).

ولم تكن هذه اللغة صارمة تماماً، وكان محافظو الاحتياط الاتحادى يعلمون أنهم ثنوا القاعدة (إن لم يكن كسروها) فى حالة بير ستيرنز. لكن ليمان وبير لم يكونا متماثلين تماماً. كانت أصول ليمان، وخاصة قروضها التجارية وأسهمها الخاصة، تعتبر أكثر خطورة من أصول بير. واستبق بولسون القضية بمرسومه ضد مساعدة الحكومة، وهو ما ساد تأثيره على برنانكى بسبب شخصيته الأقوى والأكثر نزقًا. وعندما يفوز برنانكى بجولة فهذا يحدث عادة عندما يكون لديه وقت ليفكر ويستجمع عزمه.

وأذاعت شبكة سى. إن. بى. سى أن الخزانة لن تساعد ليمان، مما أمعن فى إثارة أعصاب دائنى الشركة. وبينما كانت ليمان تهرول للوفاء بطلب جيه. بى. مورجان فى توفير ضمانات، فقد فشلت فى توفير بضع مئات من الملايين من الدولارات من التعاملات. وتسابق العملاء فى حالة رعب لسحب أموالهم، ولم يستطع نظام إدارة النقد فى ليمان أن تفى بالطلبات، وفرعها فى لندن انتهى به يوم الجمعة مفتقراً للنقد ومفلسًا فى الأساس (٣١٢). وأغلقت الأسهم عند أقل من أربعة دولارات.

والآن، يسعى ليمان بشكل صارم للتوصل إلى صفقة. وكانت عمليات اليقظة الواجبة، التى كان يحكم بها بنك أوف أمريكا وباركليز على قيمة أصول ليمان وبالتالى

قيمة الشركة، أحادية الجانب بشكل قاتل. وخفض كل متنافس كل سند تجارى وكل سهم خاص بنسب مدمرة. وكانت ليمان حرة بالطبع فى رفض عروضهما؛ وكانت أيضًا حرة بالتقدم بطلب إشهار الإفلاس. لم يكن الأمر متعلقًا بصحة التقييم، فقد ساد قانون الغاب. ففى مرحلة ما، قال مفاوضو بنك أوف أمريكا لمديرى ليمان التنفيذيين، سكيب مكجى، وبارت مكداد "نعلم أنكم خفضتم هذه [الأصول] لكن لمجرد أن نكون محافظين سوف نخفضها المزيد". وتشير الأدلة إلى أن البنك خفض القيمة عامدًا حتى يستطيع لويس أن يبين لبولسون أن ليمان كانت مريضة بدرجة تحول دون الاستحواذ عليها دون مساعدة. وكان باركليز يحدوه أمل أكبر فى نتيجة إيجابية، مع أنه خفض أيضًا قيمة أصول ليمان للغاية. وتمثلت الأخبار الجيدة، من منظور ليمان، أن المفاوضات على الجانبين كانت تتقدم.

ومع تصاعد القلق بشأن ليمان طوال يوم الجمعة، دعت ميريل إلى اجتماع هاتفى طارئ لمجلس إدارتها. واستفسر مدير من تاين إذا ما كان سيسعى هو الآخر للعثور على مشتر. وأجاب تاين الذى مازال يبدو مغرورًا "لسنا ليمان"، وتلقت ميريل اتصالا هاتفيًا من بارى زوبرو، مسؤول المخاطر فى ليمان، طالب خلاله بخمسة مليارات دولار على الفور كضمان. وكان من الواضح أن ميريل ينظر إليها على أنها فى الطبقة من المخاطرة نفسها مثل ليمان. وغادر جريج فليمينج، الرجل الثانى فى ترتيب القيادة فى ميريل، اجتماع مجلس الإدارة وهو يشعر بأنه عار. وأزعجه أن بنك أوف أمريكا الذى كانت تفكر ميريل فى الارتباط به قد يستحوذ على ليمان. وفى حالة يأس، اتصل فليمينج مرة أخرى بإيد هيرليهى، محامى شركة واتشتل، وترجاه أن يتصل بلويس كى يحرك محادثات الاندماج. وقال هيرليهى: "جريج، لقد تناولنا هذا. يتعين على تاين أن يتصل بلويس".

ووصل فصل من هذه المناقشات إلى السوق - لا تكفى للإعلام بل للإثارة فحسب. ورد التجار بسحب أموالهم من أية مؤسسة يشتبه فى أنها تتعرض لمخاطر وأعادوا ضحها فى المكان الوحيد الذى يحكم عليه المرء بأنه خال من المخاطر: الحكومة

الأمريكية. ومع تقديم براميل مملوءة بالنقد للعم سام، استطاعت الحكومة الأمريكية أن تقترض بسعر أرخص. وانخفض سعر الفائدة على أذون الخزانة التى مدتها ٣٠ يوما، يوم الجمعة، من ١,٥٣ فى المئة إلى ١,٣١ فى المئة، فى تحرك، مع أنه كان يبدو بريئًا للسذج، كانت دلالاته كبيرة للخبراء. وبعد عام من نفور وول ستريت المطرد من المخاطر، فهو يولى الأدبار الآن دون أن يلوى على شيء.

وفى وقت متأخر من يوم الجمعة، كان جون تاين فى وسط المدينة، يحاول الخروج سريعًا من حركة السير البطيئة والتى أبطأتها أمطار صيفية، عندما تلقى اتصالا يطلب منه أن يذهب إلى الاحتياط الاتحادى لنيويورك فى الساعة السادسة مساء. وكانت هذه خطة بولسون السرية. وسمع ستيف بلاك الذى يحدد موعداً للعب الجولف فى نهاية الأسبوع الأنباء من جيمى ديمون. وقال ديمون "لن تصدق هذا... لقد دعينا مع أقرب أصدقائنا إلى حفل استقبال فى الاحتياط الاتحادى مع جايتنر وبولسون". وفى شعور منه بلحظة تاريخية، اعتقد بلاك أنه يجب أن يحتفظ بصحيفة اليوم التالى والذى يليه[٣١٢]. واجتمع المنظمون، بالإضافة إلى كريس كوكس، رئيسة لجنة البورصة والأوراق المالية، مع كبار ممثلى المؤسسات المالية العشر، معظمهم كبار المديرين التنفيذيين وبعض من الأشخاص الذين يلونهم فى سلسلة القيادة – أى الصفوة الأمريكية فى التمويل – فى غرفة مؤتمرات حجرية صماء فى الطابق الأرضى، ملاصقة لغرفة الحرية الأكثر اتساعًا ويواجهها نوافذ مزودة بحواجز حديدية كان الزبائن الذين يحملون سندات فى الأيام المبكرة من عمر الاحتياط الاتحادى يقفون فى طوابير لينجزوا مهامهم.

وبدأ بولسون بإعلان أنه يجب على الجماعة أن تعثر على طريقة لإنقاذ ليمان خلال نهاية الأسبوع، وأضاف سريعًا أنه لن تتيسر أموال حكومية. وقال جايتنر مفصلا: "نحن هنا لنيسر الأمر... عليكم يا جماعة أن تخرجوا بحل". وأكد كلاهما أن مخاوفهما لا تتعلق بليمان تحديداً لكن بسلامة النظام. وكان المنظمون قد نقلوا نفس الرسالة تحديداً قبل عشر سنوات، عندما أمر الاحتياط الاتحادى ١٤ بنكًا فى الموقع

أنفسه بأن يصطفوا كى ينقذوا صندوق لونج تيرم كابيتال مانجمنت. واختفى بعض هذه البنوك من الوجود، مثل تشيس وبنكرز تراست منذ ذاك الحين. وفشلت بير ستيرنز التى رفضت المشاركة فى إنقاذ لونج تيرم كابيتال مانجمنت - فى خسارة ساخرة من الذين لم يعد يوجد منهم أحد الآن. ولم يتبق من هذه الحقبة إلا كبير مديرين تنفيذيين واحد - ريتشارد فولد الذى لم يدع لساعة الحفل هذه (*). كانت ذكرى مسألة لونج تيرم كابيتال مانجمنت مازال يعبق بها الهواء.

وقال بولسون لزملائه السابقين أن عليهم "مسؤولية" تجاه السوق [٣١٤]. ومن بين كبار المدراء التنفيذيين، تحدث: يكرام بانديت من سيتى جروب أولا، واقترح بإبهام قائلا: "لدينا مشكلة أكبر من ليمان علينا حلها". وخيم ارتباك غير معتاد على كلماته. وقصد بانديت أنه إذا فشلت ليمان، فسوف يتبع ذلك هلع لسحب الودائع الأخرى. كانت البنوك جميعها غارقة فى الرافعة المالية حتى أذنيها، وكان السؤال هو ما الأضعف التالى. وبدأ جون ماك، رئيس مورجان ستانلى، وديمون مناقشة إذا ما كان يتعين عليهما أن ينقذا ميريل لينش. وتذكر أحد المدراء التنفيذيين حضور تاين واعتذر فى ضعف لرئيس ميريل لينش.

وغمغم بلاك الذى كان يبعد مقعدين عن جايتنر أنه مادام أنهم هنا فيجب عليهم أن يتناولوا أمر إيه. أى. جى واسكته جايتنر قائلا: "مناقشة هذا غير ملائم بالمرة". لكن بانديت الذى كان بنكه، مثل جيه. بى. مورجان، يقدم النصح لإيه. أى. جى، رد بحدة صارمة. وقال لجهته التنظيمية "لقد سمعتك... إيه. أى. جى ملائمة تماماً".

وقسم كبار المديرين التنفيذيين عملهم فى عطلة نهاية الأسبوع إلى ثلاث مجموعات: واحدة تقيم أكثر أصول ليمان إشكالا؛ وأخرى، يديرها تاين، تتوصل إلى هيكل للاستحواذ على ليمان (أو جزء منها)؛ وثالثة، وهى وحدة "يوم القيامة"،

(*) شارك ديمون، مثل تاين، فى قضية لونج تيرم كابيتال مانجمنت، لكنهما لم يكونا كبار مديرين تنفيذيين بعد. (المترجم)

تستكشف كيفية تقليص الضرر الذى يلحق بنظام السداد والوظائف المصرفية الأخرى إلى أدنى حد فى حال فشل عملية الإنقاذ. وفى الساعة الثامنة ونصف مساء، غادر كبار المديرين التنفيذيين وتفرقوا فى المطاعم والمنازل. وأخذ جون ماك وجبة عشاء إيطالية وعاد إلى ستانلى مورجان حيث قدم إفادة إلى مرؤوسيه[٣١٥]. واتصل ديمون هاتفيًا بهوجان، مساعده، فى طريقه إلى شمال المدينة، ناصحًا إياه بأن يطلب من جيه. بى. مورجان أن تقدم تقريرًا فى وقت مبكر من صباح السبت. وقاد بلاك سيارته إلى جرينويتش حيث كان يحجز هو وزوجته طاولة فى ريبكاز، وهو مطعم فرنسى أنيق. ولم تكد أسرة بلاك تجلس حتى مر تاين وزوجته وزوجين آخرين بهما ليجلسوا على طاولة بعيدة.

وعاد بولسون إلى جناحه فى فندق والدورف - إستوريا؛ وفى وقت متأخر من ذاك المساء وصلته معلومات من اثنين من كبار المديرين التنفيذيين اللذين يتفاوضان مع ليمان. وخلص كل واحد إلى أن ليمان تعانى من "فجوة" - عجز فى قيمتها الصافية - تصل إلى عشرات المليارات من الدولارات. ولذا، أصر كل واحد منهما على أن شركتهما تحتاج إلى مساعدة للقيام بعملية الشراء. لكن حججهما كانت مختلفة فى نقطة حيوية. أراد كين لويس، المنافس الأكثر ترددًا، أن تستحوذ الحكومة على ما يزيد على ٦٥ مليار دولار من الأصول الأكثر إشكالية - وهو اقتراح كان يعرف أن بولسون سيرفضه. لكن بوب دايموند، من باركليز، اقترح أن تلعب البنوك الخاصة التى اجتمعت فى الاحتياط الاتحادى دور المنقذ، كما فعلت مع لونج تيرم كابيتال مانجمنت. وسوف تشترى باركليز الأصول "الجيدة" لليمان إذا شكل سيتى وجولدمان وجيه. بى. مورجان وغيرها كونسورتيوم لشراء الباقى(*). وكل ما كان على بولسون عمله هو إعطاؤهم إشارة.

(*) شبه دايموند هذا بشركة "سبينكو عكسية". فبدلا من عزل أصول ليمان السيئة، كما اقترح مصرفيو ليمان، سوف يحصل باركليز على الأصول الجيدة ويترك ما بقى من مجموعة القروض المسمومة للبنوك. (المترجم)

وفى الوقت نفسه، واصل مصرفيو باركليز، الذين لم يكنوا قد ناموا بعد ولم يغادروا حتى مكتب سمسون ثاتشر منذ وصولهم من لندن، العمل ليلا. وبالمثل، عكف فريق بنك أوف أمريكا على العمل بشأن ليمان حتى طلوع النهار. وانتقل بارت مكداد، الذى رقى إلى منصب رئيس ليمان قبل ذلك بشهور فحسب، بين شركتى القانون. وتخلف فولد، قلقًا، فى ليمان، مثل جنرال لا يعرف من التالى من ضباطه الذى سوف يبلغه بالأنباء عن الجبهة.

واعتبر مدار ليمان التنفيذيين أن الاندماج مع بنك أوف أمريكا هو أكثر النتائج ترجيحًا. وبالطبع، أفزع هذا الاحتمال فليمينج، رئيس ميريل. فإذا اشترى بنك أوف أمريكا ليمان، فمن سيشترى شركته؟ وبعودته مساء الجمعة لمنزله فى بدفورد فى نيويورك، اتصل مرة أخرى بهيرليهى، المحامى المقرب من لويس؛ ولم يتزحزح هيرليهى. ووجد فليمينج صعوبة فى النوم فى تلك الليلة. واعترف لزوجته أنه يخشى أن تكون ميريل معرضة للخطر. وشعر فليمينج أن عبء المبادرة يقع على عاتقه، لأنه كان يعرف معارضة تاين لحدوث اندماج. وكانت ميريل شركة عمرها ٩٤ عامًا - أشهر وسيط فى أمريكا. وقرر فليمينج بيعها.

واتصل بهيرليهى الساعة السادسة والنصف من صباح السبت، فى حين كان هيرليهى يغادر شقته ليستقل سيارة أجرة ليصل إلى الاحتياط الاتحادى. وركب معه جزيج كيرل، كبير مبرمى الصفقات فى بنك أوف أمريكا، وجو برايس، كبير المسؤولين الماليين فى البنك - ضربة الحظ التى كان فليمينج يأمل فيها. وكان مسؤولو بنك أوف أمريكا، يعرفون أكثر مما اعتقد فليمينج. وظل هيرليهى يغذى لويس بشأن مكالمات فليمينج ملهبًا حماسة لويس. وكان كيرل مطلعًا على ما بينهم. وفى سيارة الأجرة، سلم هيرليهى الهاتف إلى كيرل الذى أكد أن الأمر يرجع إلى تاين فى تدشين محادثات الاندماج. لكن فليمينج لديه الآن دليل مباشر على أن بنك أوف أمريكا مهتم بالأمر - وأنه لم يبرم صفقة بعد مع ليمان فيما يبدو.

وفى حى المال، كان المصرفيون يقدمون تقريرهم عن مهمة يوم السبت. وكان تاين فى سيارته الاسكاليد السوداء، فى الطريق إلى الاحتياط الاتحادى. وكان هارفى ميلر، محامى الإفلاس فى ليمان، يبعث برسائل بريد إلكترونى إلى زملاء ويل جوتشال، يشرح لهم أن لديه حاجة عاجلة للشركاء أن يشرعوا فى العمل بشأن ليمان. وكان ديك فولد، الذى استيقظ مبكرًا ويرتدى بذلة زرقاء قشيبة، فى مكتبه بالفعل منذ الساعة السابعة صباحًا(٣١٦).

وبعد قليل من الساعة الثامنة، حيا بولسون وجايتنر مجموعة كبار المدير التنفيذيين نفسها الذين اجتمعوا ليلة أمس وعادوا مع عدد من مساعديهم إلى غرفة مؤتمرات الاحتياط الاتحادى فى الدور الأرضى. وقال بولسون: "إنكم يا جماعة سوف تنقذون ليمان"، مرددًا رسالته لليلة السابقة بنبرة أشد إلحاحًا. وقال: "سأعود لاستمع لخطتكم". وغادر هو وجايتنر إلى الدور الثالث عشر، حيث يقع مكتب جايتنر وحيث يشغل بولسون وكوكس وفريق موظفيهم مقرًا مؤقتًا. وأدار بيتى كيلى، محامى ميريل، مقلتيه فى ضيق. وكان هناك شىء فى سمات بولسون – وهى فظاظته – جعل كيلى يتشكك فى المشروع برمته. وقال لتاين: "لن يحدث هذا"، وأجاب تاين: "لا... لن يحدث".

وتمت مرافقة كيرل وبرايس، مفاوضا بنك أوف أمريكا، إلى طابق المدراء، لتقديم إفادة إلى الثلاثى، بولسون وجايتنر وروارش. وقال المصرفيون إن الفجوة فى ليمان أسوأ مما افترضوا – وهى نتيجة جعلوها هم أنفسهم لا مفر منها، باستمرارهم فى خفض قيمة أصول ليمان. وقالوا إنه لن يتسنى التوصل إلى عطاء دون مساعدة اتحادية. وطلب منهم بولسون أن يواصلوا العمل.

والآن، هناك عشرات من مضرفيى الاستثمار والمحامين يذهبون إلى الاحتياط الاتحادى أملاً فى صياغة حل لمشكلة، تحمل اسم ليمان، لكن الشعور بأنها عبء جماعى كان يتزايد. قدمت الساندوتشات والعجائن والمشروبات فى غرفة ليبرتى (الحرية)، وهى مساحة شاسعة فى الطابق الأرضى يقسمها أعمدة حجرية توحى بأنها

كاتدرائية، حيث يستطيع مصرفيون الاجتماع بشكل غير رسمى على موائد صغيرة. وصُمم المبنى، الذى اكتمل فى عام ١٩٢٤، على غرار قصر من عصر النهضة بأحجار تشبه أحجار الحصون لتعكس عبق الأمن المالى. وفى الطوابق الخمسة التى تحت الأرض يحتفظ الاحتياط الاتحادى بسبائكه: ٥٤٠ ألف سبيكة من الذهب تبلغ قيمتها ٢٥٠ مليار دولار. وبسبب اعتبارات أمنية كان الطابق الأول محظوراً على الضيوف. وقاد الحرس الأمنى المصرفيين إلى الطوابق الأعلى حيث تجتمع جماعات عمل مختلفة. وفى الوقت نفسه، أجرى جايتنر وبولسون سلسلة من المقابلات المنفردة. سيطر على هذه الجلسات أنه يتعين احتواء حمى ليمان كى لا تلوث النظام. وبمصطلحات عملية، كان هذا يعنى إنقاذ ميريل. وأبلغ المنظمون تاين أنه يتعين عليه قطعًا أن يبرم صفقة مع شخص ما.

واستجمع فليمينج رباطه جأشه حتى يستطيع التحدث إلى تاين ويقدم له الرسالة نفسها. وتوسل إلى رئيسه أن يهاتف كين لويس.

وتمثلت الوظيفة الرئيسية لكبار المدراء التنفيذيين فى الاحتياط الاتحادى أن ينظروا فى إذا ما كان على كل واحد منهم أن يساهم ببضعة مليارات الدولارات لشراء الأصول السيئة فى ليمان. (على النقيض كان إجمالى صفقة إنقاذ لونج تيرم كابيتال مانجمنت أقل من أربعة مليارات دولار). والبنوك الاجنبية، مثل دويتشه بنك ويو. بى. إس، قالت إنها لا تستطيع أن تساعد ليمان دون استشارة مجالس إداراتها. وبفضل قوة ومكانة جيه. بى. مورجان، اضطلع جيمى ديمون تلقائيًا بدور القيادة. وبسبب قلقه من كارثة عامة، حض زملاءه على العمل سويًا. وأزعج هذا بيتى كيلى الذى كانت شركته ميريل تواجه فى ذاك الوقت ضغوطًا من مورجان.

ومع أن بعض منافسى مورجان كان لديهم وجهة نظر متشائمة بشأن نوايا مورجان، لكن ديمون كان قلقًا بشدة فى الحقيقة من ردود الفعل المتتابعة المحتملة. وهاتف ديمون مدير المخاطر، جون هوجان، فى مقر مورجان فى وقت مبكر من يوم السبت، وقال له إن البنك يجب أن يكون مستعداً لفشل ليمان براذرز وميريل لينش

ومورجان ستانلى وجولدمان ساكس. وأقام هوجان مركز قيادة، جامعًا فريقًا من الموظفين سوف يصل إلى مئتين. وحددوا موقع انكشاف جيه. بى. مورجان من كل بنك استثمارى. وكان أكثر الأمور إثارة للفزع تعرض البنك للخطر من ناحية إيه. أى. جى التى لدى مورجان منها ١٢٠ ألف عملية تعامل مفتوحة[٣١٧].

وكان يمثل ليمان فى الاحتياط الاتحادى بارت مكداد، رئيس الشركة، وفريق من خبراء الرهون العقارية. وكان بين هؤلاء مصرفى يسمى أليكس كيرك الذى ترك ليمان فى يناير كانون الثانى، من عام ٢٠٠٨، وعاد بعد تعديل فى الهيكل الإدارى فى يونيو حزيران. ومنذ ذاك الحين، ركز على قروض العقارات التجارية لليمان. وفى ركن من صالة الطعام فى الطابق الأول، استجوب كبار المديرين التنفيذيين مكداد وكيرك. وطالب تاين وماك وبانديت بأن يعرفوا كيف مولت ليمان كل سطر فى موازنتها العامة، وهو ما فحصه مكداد وكيرك بصبر. وطرح بانديت معظم الأسئلة كما لو أنه كان يقود حلقة نقاش. ومشى مدير تنفيذى من كريدى سويس الهوينى، ووقف أمام كيرك وقال: "هل أنتم أيها الرجال من ليمان؟"، كما لو أنهم فرجة فى حديقة حيوان. وترنم ماك، كبير المديرين التنفيذيين فى مورجان ستانلى، بكياسة: "أشعر بالآسى لكم يا جماعة؛ كان من الممكن أن نكون نحن وليس أنتم". وقضم تاين كعكة بهدوء، كما لو أن أفكاره كانت فى مكان آخر. ثم قال رئيس ميريل إنه مضطر لأن يجرى اتصالا هاتفيًا وخرج[٣١٨]. واقتيد مصرفيو ليمان إلى سلسلة من الاجتماعات فى الطوابق العليا، واستقروا فى نهاية المطاف فى غرفة قبالة باركليز. ولم يروا أى شخص من بنك أوف أمريكا.

وكان فولد، فى تلك الأثناء، يحاول جاهدا الوصول إلى لويس فى منزله فى تشارلوت. وقال فولد غاضبًا: "لا أستطيع أن أصدق أن الملعون لا يرد على مكالماتى". واستشاط فولد غضبًا من استبعاده من الدراما. فقد ظل يحاول أن يتصل ببولسون أيضًا، لكن لم يحالفه حظ أفضل[٣١٩]. لكن مع رفضه أن يستسلم أكد لصديق "سنجتاز هذا".

كان مكتب ليمان هادئًا بشكل غريب، كما لو أن المدراء التنفيذيين ينتظرون ضيفًا مبجلا لم يحضر. واتضح لأحد المصرفيين، ثم لآخر، أن بنك أوف أمريكا لا يرد على مكالماتهم. وأشرق تجل مفاجئ على مكجي؛ فاقترح أن يتحدثوا إلى ميريل.

وكان محقًا: استسلم تاين لتوسلات فليمينج. وفي الساعة العاشرة والنصف صباحًا، بعد خروجه المفاجئ، اتصل بلويس. وقال تاين مختصراً الطريق بسرعة لمربط الفرس، إن ميريل بحاجة إلى شريك وستكون مستعدة لأن تبيع حصة أقلية لبنك أوف أمريكا. ورد لويس، الذي كان يشتهي ميريل لفترة طويلة للغاية، بأن إما كل شيء أو لا شيء على الإطلاق. وغامر بأن يكون في نيويورك بحلول الثانية بعد الظهر. ودون أن يحسموا الاختلافات في قوائم أولوياتهم، اتفق كبار المدراء التنفيذيين على الاجتماع بعد الظهيرة. وكان فريق الاستحواذ التابع لبنك أوف أمريكا، بعد أن أنهى عمله في ليمان في طريق عودته بالفعل إلى تشارلوت. وعندما وصلوا، كانت مجموعة جديدة من التعليمات تنتظر: لاتذهبوا إلى بيوتكم، لا تفكوا متاعكم، عودوا فحسب مباشرة إلى نيويورك.

وفي صباح السبت، بينما كان كبار المديرين التنفيذيين يتباحثون، كان بوب ويلمستاد رئيس إيه. أي. جي.، وبراونشتاين، مصرفيه من جيه. بي. مورجان يمشيان ليزورا بولسون وجايتنر في الاحتياط الاتحادي. وحدث أن أصبحت الزيارة مقتضبة. وأكد المنظمان المشغولان بليمان على أن إيه. أي. جي يجب أن تتابع أي علاجات خاصة متاحة لها(٣٢٠).

وعاد ويلمستاد إلى برج إيه. أي. جي، بإطلالته الشاملة على نيويورك، حيث وصل فيما يبدو المنقذون المحتملون من كل أرجاء المدينة. وكان هناك أربعة طواقم من مصرفي الأسهم الخاصة يتجمعون في الطابق السادس عشر عازمين على جمع أي حقيقة بشأن إيه. أي. جي قد تكون ذات صلة باستثمار. وأدار شرايبر، رئيس التخطيط الإستراتيجي، عملية المزاد - وهي أكثر شبهًا ببازار - وفيه انطلق المصرفيون من غرفة لأخرى يستمعون لمختلف العروض ويجمعون إجمالي المبالغ. ومن

الرحمة بالنسبة إلى وليمستاد، أن فريق كولبيرج كرافيس روبرتس كان يقوده السير ديريك موغان، وهو زميل سابق لوليمستاد فى سيتى جروب. وقال موغان لوليمستاد أنه هنا ليقدم المساعدة؛ وبدا وليمستاد شاكرًا للجميل. وكانت مهمة فريق كولبيرج كرافيس روبرتس التى يشاركها مع جولدمان وتى. بى. جى كابيتال بارترز، وهى شركة أسهم خاصة، أن يجمعوا ٢٠ مليار دولار بحلول يوم الإثنين(*). وكانت إيه. أى. جى تأمل فى جمع ٢٠ مليار دولار أخرى من البنوك. وعن عمد، اعتزل فلاورز، وهو مصرفى أسهم خاصة، فى غرفة بلا نوافذ ليعمل على عطاء منفصل. واجتمع شمل وحدة لندن، التى صاغت مراهنات مشتقات إيه. أى. جى الخطرة، فى مؤتمر بدائرة تليفزيونية مغلقة، لكنها قدمت عرضًا ملتبسًا.

كان وليمستاد يوازن بدقة عددًا لا يحصى من المقترحات. وفى حين جمع عدد من مصرفى الأسهم بيانات فى مقره، خاطب وليمستاد شركة ترافلرز، عملاق التأمين، بشأن شراء أفضل ممتلكات إيه. أى. جى وأنشطة التأمين ضد الحوادث. ولا يمكن تقريبًا إنجاز مثل هذه الصفقة بين عشية وضحاها رغم هذا. ومؤقتًا، مال على دينالو، مراقب التأمين فى الولاية، كى يسمح للشركة القابضة بأن يمكنها من الحصول على ٢٠ مليار دولار فى صورة أموال سائلة مدفونة داخل الشركة على مستوى الأفرع(**). ووصل دينالو مصحوبًا بفريق مؤلف من ١٢ شخصًا – مسؤولو الحكومة الوحيدون فى المبنى وسط ما خمن دينالو أنهم أكثر من ١٠٠ مصرفى. ونقل أصول من شركة تأمين خاضعة للوائح عمل خطير. واتصل دينالو بالحاكم ديڤيد باترسون مؤكدًا على أن النقل سيكون تبادلا لأصول لن تضعف قدرة إيه. أى. جى على الوفاء بالتزاماتها تجاه حاملى وثائق التأمين العاديين. ومضى عدد من أجزاء خطة إنقاذ إيه. أى. جى على

(*) بدأت نكتة تنتشر عن المصرفيين: أنهم لا يعملون إلا يومى السبت والأحد. (المترجم)

(**) تمثلت الخطة فى أن تبادل الشركة القابضة أسهمها فى فروع التأمين على الحياة، وهى غير سائلة، مقابل أوراق مالية سائلة تمتلكها الوحدات الخاضعة للوائح عن الممتلكات المؤمنة ضد الحوادث. (المترجم)

الطريق فيما يبدو، لكن حجم الفجوة الظاهرة فى رأس المال كان فى اتساع مستمر، وهى عقبة خطيرة فى جمع التمويل. ولم يرد مستثمرو الأسهم أن يستثمروا دون تأكيد من أن المال سيكون كافياً. وتمثل همس الأمل فى أن المستثمر الملياردير، وارين بافيت الذى أبدى فيما مضى نزعة للتصرف بشجاعة أثناء حدوث أزمات، سوف يدخل الحلبة. وأجرى المديرون التنفيذيون اتصالات هاتفية بمدينة أوماها حيث يوجد منزل بافيت. وفى تلك الأثناء، انتظرت إيه. أى. جى.

وقرأ كين لويس عن مشروع ألفا – وهو الاسم الحركى عند بنك أوف أمريكا لصفقة ميريل لينش – فى طائرة للشركة فى طريقه إلى نيويورك[٣٢١]. وبينما كان على دراية بالطبع بمشاكل ميريل فى الرهون العقارية، كان مأخوذاً بأن الشركة أفرغت شحنتها من الكثير جداً من التزامات الدين المكفولة بضمان. وتخيل بنكًا استثمارياً ممتازاً تم تطهيره من أغلب أصوله التى تمثل إشكالية وتم خصمها بسبب أزمة عامة، قد تكون قريباً شركته، وأثارت رؤى وسطاء الأسهم لميريل البالغ عددهم ١٧ ألفًا – ما يطلق عليهم "القطيع الراعد" – جوعه. واستقر فى شقة البنك فى مركز تايم وارنر، ذى الأبراج الزجاجية ذات الزاويا عند سفح متنزه سنترال بارك، منتظراً.

وجاء تاين وحيداً بعد أن وصل نحو الثانية والنصف فى يوم السبت ذاك. واقترح لويس عملية اندماج. وأجاب تاين، الذى أدار ميريل على مدار تسعة أشهر كاملة، ولم يتخيل أن يترك العنان قريباً جداً، "لست هنا لأبيع ميريل لينش."[٣٢٢]. بل عرض أن يبيع لبنك أوف أمريكا حصة ٩,٩ فى المئة. وبينما كانوا لا يزالون يسيرون على مسارات متوازية، وافقوا على إرسال فرق تفاوض إلى واتشتل ليبتون، على مبعدة سبع بنايات إلى الجنوب، تحت إشراف هيرليهى. وبعد بضع ساعات، ومع تقدم المحادثات، انضم إليهم لويس.

ولكن تاين عاد إلى الاحتياط الاتحادى. وتعين عليه أن يتحاشى الصحفيين الذين بدأوا يسمعون إشاعات، بالإضافة إلى هذا شعر بعدم الارتياح بشأن الصفقة التى كانت تصاغ فى غيابه. وراقبه جون ماك، رئيس مورجان ستانلى؛ وبعد أن شعر بتقلب

مزاج تاين، قال فجأة: "ألا يجب أن نتحدث" أصبحت مقترحات المصرفيين لا مبالية مثل مقترحات طلاب الجامعة.

واجتمع تاين في مساء السبت مع ماك ورئيسيه في شقة، في أبر إيست سايد، تابعة لأحد المدراء التنفيذيين لمورجان ستانلي. وإلى جانب تاين، كان هناك بيتر كراوس وتوماس مونتاج، وكلاهما (مثل تاين) من جولدمان ساكس في السابق، وكلاهما كان حديثًا للغاية في ميريل. وتجلى لثلاثي مورجان ستانلي أن فريق ميريل كان حزبًا لجولدمان في زى مختلف. وساعدت سلالة جولدمان، وهي فئة لا يمكن أبدًا استئصالها، في شرح أنواق الصفوة عند تاين. فقد كانت فكرة البيع لبنك أوف أمريكا، وهو من الطبقة الوسطى، منفرة بشكل غامض.

وانطلقت السهرة مع مورجان ستانلي إلى بداية مبشرة. واهتم ماك بالتوصل إلى توافقية وقال إنه سوف ينقل الفكرة إلى مجلس إدارته الذي كان من المقرر أن يجتمع يوم الثلاثاء، وفي الوقت نفسه فإنهم يستطيعون أن يبدأوا التحلي باليقظة الواجبة. لكن تاين كان بحاجة إلى الحركة بشكل أسرع. وبينما كان انهيار ليمان يلوح في الأفق، أراد أن يعلن صفقة أو على الأقل اتفاقًا من حيث المبدأ - أي شيء لإرضاء التجار - قبل أن تفتح الأسواق أبوابها في آسيا، وهو ما سيكون ليل الأحد في نيويورك. وكان جدول زمني متعجل مثل هذا لا محل له عند ماك. ومن ثم، انتهت المحادثات. ومازال لدى تاين خيارات. واستفسر جولدمان أيضًا عن إمكانية الاستثمار في ميريل. ويحافظ هذا على ميريل كشركة مستقلة، وما هو أكثر من ذلك هو إعادة وصل تاين بجذوره، ولابد أنه وجده أمرًا لا يُقاوم. ولذا، عاد إلى المنزل.

وحول ليمان، بعد أن فقد اتصاله في الآونة الأخيرة مع بنك أوف أمريكا، طاقته نحو باركليز. وكان يجرى صياغة صفقة تستحوذ باركليز على ليمان بدون أصولها الأكثر تسممًا. ويباع ما بقي من جزء "البقية" - مجموعة من الممتلكات التجارية والاستثمارات في الشركات المعسرة مثل كرايسلر - إلى بنوك وول ستريت التي سوف تقدم ثلاثة مليارات دولار على الأقل لكل قطعة. (كان حافز البنوك ببساطة هو تفادى

كارثة عمومية). ولاستكمال اليقظة الواجبة، تعين على مصرفى ليمان أن تكشف عن مواقع مخاطرها، قرض بقرض، وهو عمل محبط. وتعرض مارك والش، مايسترو المحفظة التجارية الفاشلة لليمان، لانتقادات لا ترحم[٢٢٣]. كانت الصورة التى كشف عنها أقل من محببة. وتردد بنكان، منها جولدمان، تجاه احتمال الاستحواذ على هذه الأصول، كما لو أنه من الأفضل التخلى عن ليمان. لكن بولسون وجايتنر مارسا ضغوطًا مكثفة على المصرفيين، مجادلين بأن فشل ليمان قد يكلفهم المزيد. وسوف يقود الإفلاس إلى مبيعات محمومة للأصول، مما ينخفض بالأسعار عن وضعها. ويشتد الإيقاع الحلزونى النزولى. ووضعت باركليز بتفاؤل صحيفة شروط. وكانت الصفقة تقترب من ختامها.

لكن العجز المرتبط بما تبقى من أصول ليمان - وكان منها أكثر من ألفى قطعة منفردة - ظل يتزايد. وانهمك وارش وجايتنر فى العمل للتوصل إلى وسيلة لتحصيص المخاطر. وكان جايتنر المهذب يعمل تحت ضغط هائل؛ وأنهكه الضغط. ومع أنه لم يكن أحد المصرفيين، مثل وارش، لكنه فهمهم. وكان هو و وارش أكثر المنظمين حرصًا على التدخل. ومن حين إلى آخر، غامر الاثنان بالنزول إلى أسفل، فى حين تزايد شعورهم بأن العروض الخاصة لليمان لن تكون كافية. وهذا يقتضى دورًا للحكومة، وعلى عكس ما يريده بولسون؛ شعر وارش أن لا خيار أمامهم.

كان هناك عقبة لم يبت فيها، كانت صغيرة لدرجة توحى بأنها مسألة فنية تقريبًا، فى صفقة باركليز. يتعين على شخص ما أن يضمن مكانة تعاملات ليمان فى الفترة الانتقالية بين التوقيع على عملية الاندماج وإتمامها. وإلا سيخشى التجار من ألا تتم عملية الاستحواذ، وسوف يستمر الإسراع بسحب الودائع من ليمان، وسوف تفشل الشركة فى الوقت نفسه. وبحسب قواعد الإدراج فى مصلحة الخدمات المالية فى بريطانيا (التى تناظرها لجنة البورصة والأوراق المالية فى الولايات المتحدة)، لا يستطيع باركليز ضمان مكانة ليمان دون تصويت من حملة الأسهم، لأن الضمان سوف يتمم عملية الاندماج بحكم الحال. ويستغرق تصويت حملة الأسهم وقتًا. وبدأ

باركليز يبحث الحلول. وفكر جيرى ديل ميزير، الرئيس النحيل الذى فى منتصف الأربعينيات من عمره لباركليز كابيتال، فى طرف ثالث، يكون شركة تأمين كبيرة، يستطيع أن يصدر ضمانًا. إنه نوع من المشكلة كان من المحتمل أن يُستدعى من أجلها إيه. أى. جى - لكن إيه. أى. جى.- لم تكن فى موقع يؤهلها للمساعدة. ووُجهت المكالمة الهاتفية المنطقية التالية إلى وارين بافيت الذى أشرف على عمليات تأمين كبيرة. وبحث عنه ديل ميزير فى ادمنتون، حيث كان الحكيم يحضر عشاء خيريًا ويفكر بشأن تقديم خمسة مليارات دولار لإيه. أى . جى ولأن المخاطر فى الموضوع كانت لا تحصى، لم يرد بافيت أن يضمن تعاملات ليمان. ورفض أن يكون منقذًا لليمان(٣٢٤).

واعتقد بوب دايموند، كبير المديرين التنفيذيين لباركليز كابيتال، أن هناك طرفًا واحدًا يمكنه أن يقوم بالأمر: الاحتياط الاتحادى. وأصر بولسون على أنه ما دامت القاعدة فى القضية قاعدة بريطانية، فالأمر يرجع للبريطانيين للتجاوز عنها. كان دايموند يعرف أن هذا غير مرجح. ولم تكن مصلحة الخدمات المالية (الجهة المنظمة فى بريطانيا) لها سلطة تجاوز قاعدته وكان الطلب من بنك أوف إنجلاند ليضمن تعاملات بنك استثمارى أمريكى يبدو جنونيًا. لكن الاحتياط الاتحادى الأمريكى يستطيع أن يفعل هذا. كل ما كانت تحتاجه ليمان هو ضمانًا مؤقتًا.

ومع عدم حسم هذه التعقيدات، ظل ويل جوتشال يجمع بيانات لإفلاس محتمل. ولا تستطيع الشركات أن تعلن فحسب عدم قدرتها على السداد؛ بل يتعين عليها أن تقدم للمحكمة قائمة بأصولها والمستحقات عليها، والولايات التى تعمل فيها، ومعلومات عن موظفيها، ورواتبهم، وتأمينهم، وأمور أكثر بكثير. وبينما كان ليمان منشغلا، استطال أمد العملية. وفى ليل يوم السبت، ومع نفاد الوقت، ذهب شريك لويل يدعى لورى فايف، وعدد من الزملاء فى جماعة إلى ليمان. كان المزاج فوضويًا، لكنه لم يكن مثبطًا. وكان مكداد، رئيس ليمان، قد عاد من الاحتياط الاتحادى. وكان روسو، نائب الرئيس، يجرى اتصالاته. وكان فولد محط الأنظار. وكان مكجى، مصرفى الاستثمار، متفائلا بالتقدم مع باركليز. والأمل مازال يومض من صفقة بنك أوف أمريكا أيضًا.

وبقى الموظفون الذين لم يكن لهم دور فى الأحداث فى المكتب ليراقبوا، كما لو أنهم بجانب أحد ذويهم عليل يعانى من أعراض متناقضة.

لكن المزاج فى إيه. أى. جى كان يزداد قتامة. وبحلول ليل يوم السبت، اتسع حجم "الفجوة" المحسوبة ليزيد على ٤٠ مليار دولار. واعتقد وليمستاد أنه استطاع أن يعول على مصرفى الأسهم الخاصة فى الحصول على عشرة مليارات دولار فى صورة استثمارات، وأن دينالو، المشرف على تنظيم التأمينات، سوف يفرج عن ٢٠ مليار دولار، لكنه مازال يواجه فجوة كبيرة[٣٢٥]. وبعد أن مشى للمرة الثانية إلى الاحتياط الاتحادى فى ذاك اليوم، شارك وليمستاد أخباره الحزينة مع بولسون وجايتنر. وكان من الواضح أنه كان أكثر تشاؤمًا عما كان عليه فى ذاك الصباح، وأطلعهم على تقديرات النقد اليومى الذى سوف تفتقر بناء عليه إيه. أى. جى للمال بحلول نهاية الأسبوع. وغضب بولسون لأنه أصبح فى مواجهة هذه المصيبة الثانية. وسأل عن كيف تقيّم إيه. أى. جى دفاترها. وقال وليمستاد: "بطريقة تقدمية"، وهدر بولسون: "ماذا يعنى هذا؟... مضاد لطريقة محافظة". وأطبق وليمستاد فمه. وأصابت المبارزة القصيرة الجانبين بالتوتر وغادر وليمستاد غير مرضى عنه.

وتساءل جيم ويلكنسون، كبير موظفى بولسون، بصوت عال ما الذى سوف يحدث إذا سمح لإيه. أى. جى بأن تسقط. وقال بولسون أنها سوف تُغرق كل مشروع بناء، وكل منظمة فى البلاد يشملها تأمين إيه. أى. جى[٣٢٦]. ومع أن وحدة المشتقات الفاسدة فى الشركة كانت أكبر قليلا من صندوق تحوط، وإلى جانبها كان هناك عملية تأمين حيوية وقيمة. ولم يستطع أحد أن يتخيل سقوطها.

وقبل أن يستسلم، اتصل بولسون بإنجلترا ليضغط من أجل استثناء قاعدة الإدراج لباركليز. ولم يكن الرد مشجعًا. وفى هذه الأثناء، كان المحامون والمصرفيون فى الاحتياط الاتحادى يعكفون على دراسة تفاصيل هائلة. وكان دونالد بيرنشتاين، المحامى فى شركة ديفيس بولك آند واردول، يعد وثائق عن أصول "فاسدة" فى ليمان بعشرات المليارات من الدولارات التى سوف تُترك للبنوك إذا ابتلع باركليز الباقى.

وحتى بعد الكثير من المساومة، لم يكن عند أى شخص فيما يبدو فكرة واحدة عن أى الأصول سوف يذهب وأيها سيبقى. وبدأ بيرنشتاين يرسم مسودة خطة على جهازه الكمبيوتر المحمول، لكن الموعد النهائى كان قريبًا بشكل مفزع. وكى تنجو ليمان، كانت بحاجة إلى صفقة قبل "الانكشاف على ضوء النهار" - أى قبل افتتاح الأسواق فى طوكيو. وعكف بيرنشتاين عليها حتى بعد الثانية صباحًا يوم الأحد. وعمل فريق باركليز طوال الليل، فى ثالث ليل على التوالى.

وعاد وليمستاد إلى إيه. أى. جى بمزاج مضطرب، وفكر هو وموغان، المصرفى فى كولبيرج كراڤيس روبرتس، فى خيارات الأسهم الخاصة حتى منتصف الليل. وبينما كان ماوغان يخرج إلى الشوارع المظلمة، تساءل كيف كانت شركة تكسب ٢٠ مليار دولار قبل عامين أن تصبح الآن على حافة الفشل. وفى وسط المدينة، كانت فرق بنك أوف أمريكا وميريل مازالوا يتحدثون. وفى الساعة الثالثة صباحًا، استراحوا من أجل تناول البيتزا(٣٢٧). ثم استؤنفت المفاوضات. ولم يصل جريج فليمينج، رئيس ميريل، إلى غرفته فى الفندق القريب حتى الساعة الرابعة والنصف صباحًا. وحتى فى ذاك الوقت كان متوترًا بدرجة تحول دونه والنوم.

الفصل الثالث عشر

قوى الشر

لا تستطيع الكلمات أن تعبر عن الحزن فى الشركة التى تم تدميرها.

مدير تنفيذى فى ليمان، فى رسالة بريد إلكترونى إلى العملاء، فى ١٤ سبتمبر أيلول، من عام ٢٠٠٨[٣٢٨].

فى الساعة السابعة من صباح يوم الأحد، ١٤ سبتمبر أيلول، ذهب بيتر كراوس، أحد مصرفيى ميريل رفيعى المستوى الجدد، وبيتى كيلى، محاميها والنائب البارز لرئيسها، سويًا ليقابلا كبار المديرين التنفيذيين فى جولدمان ساكس. ودخل جولدمان مراهنات ميريل. وكان مهتمًا بشراء حصة قيمتها ٩,٩ فى المئة فحسب، مع أن كيلى شك فى أنها ستكون كافية لإنقاذ ميريل. وعلاوة على هذا، فمع أن كيلى فهم أن القيمة التفاوضية لتأمين عطاء إضافى، كان لديه كراهية شديدة فى أن يعرض معلومات سرية على جولدمان الانتهازية. وقال لزملائه بصراحة "هذا صعب على عاطفيًا". ونادرًا ما استطاع كيلى أن ينسى أن كراوس كان مع ميريل منذ أسبوع تحديدًا قبل أن يكون فى جولدمان، أو أن تاين خرج من البوتقة نفسها. كانت جولدمان فى كل مكان فيما يبدو لكيلى.

وبعد ساعة، اختتموا الاجتماع بفكرة إعادة الاجتماع فى ميريل حتى تستطيع جولدمان الإطلاع على الدفاتر. لكن أفراد ميريل الذين يستطيعون إرشادهم

كـانوا الآن فى واتشـتل ليبـتـون، يجـرون التـدريب ذاتـه مع بـنك أوف أمـريـكا. وكانت مـحادثات الانـدمـاج بين ميـريل وبنك أوف أمـريكا تمضى قدمًـا. واجتـمع تاين ولويس على الإفطار، وكان مـفاوضـاهمـا - جـريج فليـمـينج وجريـج كيرل - يحـاولان صياغة اتفاق.

وعرف تاين أنه يستطيع التوصل إلى صفقة، لكنه لم يكن يعرف فحسب إذا ما كان يريد ذلك. وبعد أن سمع تاين أن جولدمان تريد أن تلقى نظرة على ميزيل، أخبر فليـمـينج أن يرسل بعض رجاله إلى وسط المدينة ليشـبعـوا رغبـة جولدمـان. وأخـبـر فليمينج مديره بطريقة مهذبة أن يتوقف عن التدخل. فلم يكن بوسعه أن يقول لبنك أوف أمريكا: "الناس الذين يتحدثون إليكم عليهم أن يأخذوا فترة استراحة حتى يمكنهم أن يتحدثوا مع جولدمان ساكس". وعلاوة على هذا، فإن تضييع صفقة بنك أوف أمريكا يحتمل أن يؤدى إلى تضييع كل شيء. ومع تهديد جيه. بى. مورجان وسيتى جروب بقطع خطوط الائتمان، لم يكن لدى ميريل الكثير من الأصدقاء. ولم يكن بمقدورهم أن يفقدوا كين لويس.

والآن، أمر تاين فليمينج أن ينفصل ببعض جنوده. وكراوس، الذى أبرم صفقة دفع رائعة مع التوقيع مع ميريل(*). كانت تقلقه بالمثل فكرة التعامل مع شركته السابقة؛ وطلب من فليمينج أيضًا أن يقسم موارده. ووافق فليمينج، الذى تقهقر قليلا فحسب، أن يرسل مصرفيًا مفردًا.

وفى هذا الوقت، اقترب فليمينج من انتزاع الجائزة الرئيسية. وبعد أن خلا إلى كيرل، من بنك أوف أمريكا، جادل أن أسهم ميريل منخفضة مؤقتًا بسبب الأنباء عن ليمان وتستحق علاوة سعرية على الأسعار الحالية للأسهم. وأقر كيرل بالحجة،

(*) وُظف كراوس فى منصبه فى مايو أيار، ٢٠٠٨، لكنه لم يبدأ فى ميريل إلا فى سبتمبر أيلول. واستقال فى ديسمبر كانون الأول ذاك، وتلقى ما ذُكر أنه ٢٩ مليون دولار بعد ثلاثة شهور من العمل. (المترجم)

ربما لأنه علم من تاين أن ميريل لديها بدائل أخرى. والسعر الذى اتفقوا عليه، وهو ٢٩ دولارًا للسهم، كان أعلى بنسبة ٧٠ فى المئة عن سعر إغلاق يوم الجمعة. ورغم أنه كان سعرًا زهيدًا أمام دفعه بنك أوف أمريكا قبل عام، عندما منع مجلس الإدارة ستان أونيل من إبرام الصفقة نفسها، لكنه كان ضربة موفقة لميريل الآن. وعاد تاين إلى الاحتياط الاتحادى، مخترقًا مجموعة من الصحفيين. ومع أن بولسون لم يوافق بعد على الاندماج، فقد علم بصفقة تجريبية من لويس. وانتحى الوزير بتاين بعيدًا عن حشد المصرفيين وقال: "جون، أبلغنى كين أن لديك صفقة. سوف تبرم هذه الصفقة!" (٣٢٩).

وكانت صفقة ليمان - باركليز هى قائمة الأولويات الرئيسية فى الاحتياط الاتحادى حيث عاود نحو مئتى محام ومصرفى ومسؤول الاجتماع فى غرفة المؤتمرات بعد أن كسروا إيقاعهم الاعتيادى ليوم الأحد. وراجع بيرنشتاين، المحامى من ديفيس بولك الذى عمل إلى ساعة متأخرة من الليلة الماضية، الشروط مع ما يقرب من ١٢ من كبار المديرين التنفيذيين فى غرفة تناول الطعام. وتعين على البنوك كجماعة أن يمولوا نحو ٥٠ مليار دولار من أصول ليمان الأقل تمتعًا بإقبال (٣٣٠).

وقال لويد بلانكفين إنه يشك فى أن ليمان تشكل خطرًا شاملا - لكن إذا اختارت المجموعة أن تنقذ ليمان سوف يمضى جولدمان معها. واعتقد ديمون وبانديت وماك أن لا خيار لهم. لم يكن الإجماع يتعلق كثيرًا باقتراب معركة أرمجدون بقدر ما كانت تقتضى الحصافة عليهم أن يتحركوا. وبينما كان لا يزال يتعين صياغة تفاصيل الصفقة، أبلغ ستيف شافرون، من وزارة الخزانة، بثقة، بارت مكداد، رئيس ليمان، "ربما لدينا الخطوط العريضة لصفقة" (٣٣١).

أرسل مكداد كلمة إلى زميل، مايكل جيلباند، وانتشرت الأنباء بأن ليمان نجت مرة أخرى حتى الآن من كارثة فى مقرها. وأحس موظفو ليمان، الذين ظلوا سهرانين بقليل من النوم أو بدونه، ارتفاعًا فى الارتياح هدأ تقريبًا اضطرابهم بشأن ما بقى من شك. وقال فولد لمدرائه أن يكونوا فى ليمان بحلول الظهيرة، لأنه كان يأمل أن

يستطيعوا التصويت على البيع بحلول تلك الساعة. وسمع تأكيداً من باركليز- وأضاف البنك البريطانى، إن الموافقة معلقة بالتوصل إلى اتفاق على أن الاحتياط الاتحادى سوف يدعم تعاملات ليمان حتى يصوت حملة الأسهم بالموافقة على الاندماج.

وسلك الاحتياط الاتحادى مثل هذا المسلك من أجل جيه. بى. مورجان عندما استحوذ على بير. وتوقع الموظفون الماليون فى ليمان أنه سيفعل الشيء نفسه لصالحهم. وكان تونتشى يجهز قائمة بالأصول غير المثقلة بالديون (أى التى لم تتم الاستدانة مقابلها)؛ وكان من المأمول أن توفر هذه الأصول للاحتياط الاتحادى الأمان ليقدم ضمانه.

ولم يطلب الاحتياط الاتحادى الإطلاع على قائمة تونتشى، ولم يخضعها لكثير من التفكير ذاك الصباح ليقدم ضماناً. كان برنانكى فى واشنطن، وتمسك بدور سلبى، متلقياً تقارير من الجبهة. وكان بولسون، أكثر المسؤولين تحملا لمسؤولية السياسة، منهمكاً فى مناقشات صعبة مع نظيره البريطانى، وزير الخزانة اليستير دارلينج. وأمر بولسون جايتنر وكوكس أن يتصلا بنظيريهما البريطانيين أيضاً [٢٣٢]. كان هدف بولسون من هذه المكالمات الكثيرة العابرة للأطلسى هو إقناع مصلحة الخدمات المالية البريطانية بإسقاط قاعدة الإدارج، مما يسمح لباركليز أن يمضى قدماً دون أن يضطر إلى الحصول على موافقة حملة أسهمه.

الجانب الثنائى للمحادثات أبطأها بشدة. ومع أن الشركات تعلمت العمل عبر الحدود، مازالت الحكومات مقيدة بأراضيها. وكان طلب بولسون، على كل حال، مشكوك فيه بشدة، لأن إسقاط القاعدة قد يسمح لباركليز أن تجرد حملة أسهمها من حقوقهم. لكن الثابت هو أن البريطانيين لا يريدون إسقاط القاعدة. وكانت بريطانيا قلقة للغاية بشأن مشاكل مصارفها، مثل بنك هاليفاكس أوف اسكتلند، ورويال بنك أوف أسكتلند اللذين كانا متخمين بشكل فظيع بالرهون العقارية. ورأى البريطانيون وول ستريت مضطرباً؛ ولم يكونوا راغبين فى استيراد العدوى الأمريكية. وبالتأكيد، لم يكن لدى دارلينج، ولا رئيس الوزراء، جوردون براون، الذى تشاور معه أية رغبة فى أن

يكونوا مقرضي الملاذ الأخير لبنك استثماري أمريكي متخم بالرهون العقارية. وأبلغ دارلينج بولسون صراحة أن البريطانيين لن يقدموا استثناء لمساعدة ليمان.

وبحلول صباح الأحد، أصبح الجدل الفني بشأن الضمان مفسداً للصفقة. وألقى دايموند، كبير المديرين التنفيذيين لباركليز، باللائمة على الافتقار غير المبرر للتنسيق بين الولايات المتحدة والمملكة المتحدة. لكن كان بوسع الولايات المتحدة أن تتصرف بمفردها. وكما اقترح دايموند فإن الاحتياط الاتحادي نفسه بوسعه أن يقدم ضماناً. وكان حسم بولسون بشأن المجازفة الأخلاقية ببساطة كبيراً للغاية، ولم ينقضه الاحتياط الاتحادي قط.

وفي الساعة العاشرة صباحاً، استدعى بولسون بارت مكداد وفجأة قال له "مصلحة الخدمات المالية رفضت". واتصل مكداد بفولد ليبلغه بالأنباء السيئة.

وفي مقر ليمان، تسرب خبر أن الصفقة فشلت، وأن التقدم بإعلان الإفلاس يلوح في الأفق فعلا. ومرة أخرى، تعكر المزاج. وأرجئ اجتماع المديرين. لكن فولد ظل يقاتل. واتصل هاتفيًا ببولسون، ثم بجايتنر وكوكس، يناشدهم التوقف. واتصل جيلباند هاتفيًا بجورج هيربرت ووكر الخامس، ثاني ابن عم للرئيس جورج بوش الذي كان رئيس نشاط إدارة أصول ليمان، وأخبره أن انهيار ليمان سوف يخلق كارثة. وتوسل إليه أن يتصل بالرئيس.

وحاول الاحتياط الاتحادي، في استعداد لما هو أسوأ، أن يضمن هبوطاً منظماً أملا في أن تستقر التعاملات وألا تنكمش أسواق المشتقات. وأعاد المسؤولون النظر في أوضاع ليمان، محاولين تقدير حجم أثر إعلان الإفلاس وبخاصة على مقايضات الائتمان وأسواق الريبو (٢٣٣). وجمع بيرنشتاين، المحامي في ديفيس بولك، توقيعات من كبار المديرين التنفيذيين لخلق مجموعة أخرى من الأصول لتحقيق الاستقرار للوسطاء في أعقاب تقديم ملف للقروض المستندة على الأصول عن ليمان – وهو مسعى الملاذ الأخير لتفادي انهيار.

أدام هذا اللهاث وهم أن المنظمين يسيطرون على الأمور، أو على الأقل يمكنهم أن يقلصوا الضرر إلى أدنى حد - وهو ما أحب جايتنر أن يدعوه "نشر الزبد على المدرج". وبصرف النظر، خشى مرؤوسه، وليام دودلى الذى كان يشرف على تعاملات البنك، من أن تصاب الأسواق بصدمة خطيرة. وتوسم الناس أن يتم إنقاذ ليمان، متذكرين حالة بير. والأسواق لم تكن مستعدة لهذا [٣٣٤].

وضغط وارش على المسؤولين الآخرين المشرفين على التنظيم - بولسون وبرنانكى وجايتنر - كى يقلبوا الرأى فى خياراتهم. وناقش الأربعة التأميم الصريح لليمان. وأثار برنانكى فكرة إقراض ليمان ببساطة ١٠٠ مليار دولار. ورفض جايتنر قائلا: "سنكون نقرض وسط إسراع بسحب الودائع. البنوك سوف تطلب قروضها". وأنبتت هذه الاندفاعة المتزعزعة. وفى الخارج، كانت عمليات ليمان تُغلق وأصولها تُجمد. وكان فرع ليمان فى بريطانيا تحت سيطرة مدققها المالى بالفعل. وشعر المسؤولون أن الأحداث تتدافع إلى نقطة اللا رجوع.

واتجه اهتمام بولسون وجايتنر بشكل جنونى إلى الأزمة التى تختمر فى إيه. أى. جى ومر بوب وليمستاد بالاحتياط الاتحادى صباح يوم الأحد يحمل أخباراً سارة فيما يبدو. واعتقد أنه يستطيع أن يضع يده على ٢٠ مليار دولار من كولبيرج كراڤيس روبرتس، شركة الأسهم الخاصة، وعلى عشرة مليارات دولار سائلة من البنوك. وتمثلت الخطة فى أن المستثمرين لن يريدوا أن يكون "الدولار الأخير"؛ كانوا يحتاجون إلى الشعور بالارتياح بوجود المزيد من الأموال خلفهم. لذا أراد وليمستاد قرضاً كبيراً للغاية من الاحتياط الاتحادى يسدده ببيع الأصول. وكان هذا، نظريًا، فكرة مقبولة بنكياً: إيه. أى. جى لديها وحدات تأمين ذات قيمة، لم تتضرر من الاضطراب (كان مدير تنفيذى من شركة بيركشير هاثاواى التابعة لوارين بافيت، فى إيه. أى. جى فى الوقت ذاته يفحص أى الأصول التى قد يتقدم بعطاء لها) [٣٣٥]. لكن بيع الأصول يستغرق وقتًا.

ولم يعر المنظمون، على أى حال، انتباهًا فى الواقع لإيه. أى. جى ويمكن الجدل أن لا وزير خزانة ولا مسئول من الاحتياط الاتحادى تعين عليه قط التعامل مع الكثير جدًا من الأزمات فى ساعة واحدة. حتى أثناء الكساد، كانت الأحداث تتحرك بشكل أبطأ. واجتمع المسؤولون مع وليمستاد لعشر دقائق تقريبًا، وكرروا آليًا أنه لا تتوافر أموال من الحكومة.

وكانت الحكومة تأمل فى الحصول على مساعدة من كريس فلاورز، مصرفى الأسهم الخاصة المعتد بذاته، الذى كان يثير الجلبة فى مقرات إيه. أى. جى، ويعد عطاءً. وتبين أن العرض الذى طُرح تلك الظهيرة شديد التعقيد وهو بالأحرى مسعى قليل القيمة - وكما اعتقد وليمستاد - غير عملى بالمرة. ونفد صبر وليمستاد أخيرًا وأمر فلاورز أن يغادر المبنى.

وبعد ظهيرة يوم الأحد، زاد مسؤولو الاحتياط الاتحادى الجهد فى ليمان. كانوا قلقين من أن تتقدم ليمان بطلب إعلان الإفلاس، وعندما قال هارفى ميلر، محامى الإفلاس فى ويل جوتشال: إن الشركة ليست مستعدة بعد، أصبحت المناقشات غير سارة. واتصل مسؤولون فى الاحتياط الاتحادى لنيويورك، مصحوبين بمحاميهم، هاتفيًا بغرفة مملوءة بمصرفى ليمان وبدأوا الصراخ فعليًا بأصوات متفاوتة، فى الغالب لا يمكن التعرف عليها، وبالأحرى اتهامية. وشعر فولد بالاشمئزاز (٢٣٦).

وأدرك مكداد وكيرك أنه من الأفضل أن يعودا إلى الاحتياط الاتحادى. وذهب ومجموعة من ويل جوتشال أيضًا. كانت رحلتهم مثيرة للغضب بسيارة الأجرة التى كانت تتقدم ببطء عبر حركة سير ممضة فى جرينتش ڤيليج. وفى الطريق جاءتهم أنباء من شريك آخر كان يبدأ الاستعدادات لإعلان إفلاس إيه. أى. جى ولم يكن هناك ما يكفى من المحامين.

تم اقتياد شركاء ويل جوتشال، بالإضافة إلى مكداد وكيرك، إلى غرفة مع عشرات من مسؤولى التنظيم ومحاميهم يجلسون أو يقفون فى ثلاثة صفوف متتالية

على جانب من طاولة المؤتمر. وبينما كان المحامون الخاصون يرتدون سراويل السبت الفضفاضة، كان رجال الحكومة يرتدون البذلات المنشاة، تأكيداً على خطورة قائمة أولوياتهم.

وجادل مكداد وكيرك أن ليمان لديه ما يكفى من الضمان ليواصل العمليات ليوم أو يومين بل لأطول من ذلك. ورد المنظمون على ذلك بأنه يجب على الشركة الأم لليمان أن تتقدم بطلب إعلان الإفلاس على الفور. ثم لمحوا أنه سوف يُسمح لفرعها الوسيط أن يقترض من الاحتياط الاتحادى ليسددوا مقرضى الريبو وإبقائها تعمل. بعبارة أخرى، فالطريق لعملية الانتقال المنظمة هو التقدم بطلب الإفلاس. وأصيب المحامون الذين لم يروا قط مثل هذا التنمر من موظفى الاحتياط الاتحادى بصدمة. وأشار ميلر إلى أن لا أحد فى الغرفة مخول له أن يتقدم بطلب إعلان الإفلاس دون موافقة مجلس الإدارة. وجادل ستيفن دانهاوزر، شريك ميلر، أن ليس هناك سبب لعملية تقدم بطلب إعلان إفلاس تثير الهلع. واعتقد أنها ستكون كارثية.

وأصر المنظمون على أن ليمان يجب أن تدعو مجلس إدارتها – الذى كان فى الحقيقة رهن الاتصال وبعضهم كان يستريح قليلا فى ليمان. ومع أن توماس باكستر الابن، المستشار العام للاحتياط الاتحادى، كان مسؤولا فيما يبدو، لكن على كلا جانبيه كان هناك عدد وافر من البيروقراطيين الغامضين الذين لم يرهقوا أنفسهم بإعلان هوياتهم، وكانوا يلقون بالاستفسارات والمطالب على موظفى ليمان الذين يتلمسون طريقهم كما لو أنهم فى وسط سحابة كافكاوية (*). ليتعرفوا على متعقبيهم(٢٣٧).

وأخذ المنظمون فترة استراحة للتشاور على انفراد. وعندما عادوا بعد الساعة الخامسة مساء، قال باكستر: "نظرنا فى كل حججكم، لكن لدينا طريقة لكل الأمور التى

(*) نسبة إلى الأديب التشيكى فرانتس كافكا الشهير بأعماله الأدبية العبثية التى كتبها بالألمانية مثل "المحاكمة" و"المسخ". (المترجم)

يتعين فعلها. يتعين عليكم أن تتقدموا بطلب الإفلاس الليلة". وكان من المتوقع أن يتقدم فرع ليمان في بريطانيا بطلب إعلان الإفلاس بعد فترة قصيرة. وعلاوة على هذا، سمع بولسون أن دراما موازية تقترب من حبكتها: ذكّى تاين عرض بنك أوف أمريكا لمجلس إدارته، مما يعنى أن اندماج ميريل مؤكد. وترى الحكومة أن لهذا عواقب على ليمان. وأراد المسؤولون في الاحتياط الاتحادى بناء على أمر وزير الخزانة أن تذاع أخبار ليمان وميريل في نفس الوقت. وتمثلت مناورة بولسون في أن الأسواق سوف تهضم الأخبار السيئة مع الجيدة - بل ربما تتخذ أسعار افتتاح يوم الاثنين اتجاهًا صعوديًا. وتستطيع ليمان أن تقوم بدور المساعد على التطهير، فإفلاسها هو نار تطهيرية، أو بعبارة بولسون الخرقاء والمعبرة رغم هذا، "لعبة تنظيف".

وجادل كيرك، على العكس، أنه إذا تقدمت ليمان بطلب إعلان الإفلاس فسيعقب ذلك فوضى وهلع. وقال باكستر بلا مبالاة إن الاحتياط الاتحادى مستعد. ثم طلب كيرك من بعض مسؤولى الاحتياط الاتحادى أن يصحبوه في العودة إلى ليمان، للمساعدة على منع سقوط فوضوى مدوٍ. وانتقده باكستر بشدة. كان هناك عداوة ملموسة تحرك المنظمين فيما يبدو - كما لو أنهم بعد أن قرروا الآن أن يتركوا ليمان تموت، فإن وجودها يستدعى ارتباك المذنب.

وبالعودة إلى ليمان، احتشد ما يزيد على عشر مصرفيين في مكتب روسو وحاولوا الاتصال بجايتنر. لكنه لم يرد على الهاتف. وأخيرًا، قدم الاحتياط الاتحادى كريستين كمينجز التى تحل في المرتبة الثانية بعد جايتنر. وتحدث مايكل جيلباند، المصرفى الذى طرد من ليمان عندما خرجت المخاطر عن نطاق السيطرة وعاد ليحاول إنقاذها، وقال في الهاتف إن الإفلاس لن يكون منظمًا، كما اعتقد الاحتياط الاتحادي؛ فالموظفون في ليمان لن يأتوا إلى العمل، وستحل الفوضى. ولم تتزحزح كمينجز. وقال جيلباند: "إنكم تطلقون قوى الشر".

واجتمع مجلس إدارة ليمان بعد قليل من الساعة السابعة مساء. واصطخب المديرون، وخاصة هنرى كاوفمان، حكيم وول ستريت الذى اشتهر في ثمانينيات القرن

الماضى باسم دكتور دوم (*). بسبب تحذيراته من كارثة وشيكة، وهو يصر الآن على أن المأساة كان يمكن التنبؤ بها - رغم أنه، من الواضح، لا هو ولا المدراء الآخرون كانوا قادرين على التنبؤ بها. وبينما كان المديرون يتحدثون، دخل سكرتير إلى غرفة مجلس الإدارة وهمس فى أذن فولد: كريستوفر كوكس، رئيس لجنة البورصة والأوراق المالية، يريد أن يتحدث إلى مجلس الإدارة. وسمحوا له أن يتحدث عبر مكبر الصوت، وقال كوكس، مضفياً سمت الخطورة على ما يقول: "إن ظروف السوق خطيرة؛ وإنه من المهم جداً جداً أن يفعل ليمان الصواب".

وسأل مديره دون مواربة: "هل تأمرنا أن نتقدم بقضية إعلان إفلاس؟" (٢٣٨). وكان السؤال محرجًا للغاية لكوكس. كان رئيس لجنة البورصة والأوراق المالية يعمل كرسول لبولسون - الذى اعتقد كوكس، الذى تجاهله معظم وقت عطلة نهاية الأسبوع، إنه مسرف فى عناده. وأسكت كوكس الصوت فى الهاتف. وبعد دقيقة، عاد إلى الخط، وكما لو أنه يقرأ ما أعد سلفاً، ونطق بحرص "إنه قراركم".

ثم تناقش مجلس الإدارة. وسأل جون أكرز وهو مدير ورئيس متقاعد لشركة أى. بى. إم برطانة "ما الذى سوف نكسبه إذا لم نتقدم بطلب إعلان الإفلاس؟" بالنسبة إلى شخص ما، اعتقد المدراء أن الحكومة أخبرتهم بأن يتقدموا بطلب إعلان الإفلاس وهو ما نقله مكداد من الاحتياط الاتحادى. وفى كل الاحتمالات، ستجبرهم الأسواق على طلب إعلان الإفلاس يوم الاثنين على الأرجح. تحلى فولد بالهدوء، تاركًا المدراء المستقلين يتناقشون. وكان مذهولا من أن بولسون، الذى كان كبير مديرين تنفيذيين وزميلا له ذات يوم، تقاعس عن المجىء لمساعدته. ومال إلى الخلف، وسترته تتدلى على مقعده، وغمغم قائلا: "أعتقد أنه هذا هو الوقت الذى على أن أقول فيه وداعاً". كان يبدو مهزوماً وحزيناً بشكل لا يصدق(٢٣٩).

(*) Doom ، والكلمة تعنى القدر المشؤوم أو يوم الحساب. (المترجم)

وأملا فى تخفيف تأثير انهيار ليمان، أعلن الاحتياط الاتحادى أنه سوف يوسع تعريف الضمان المقبول. حيث تستطيع البنوك الاستثمارية من الآن فصاعداً أن تبيع مجموعة موسعة من الأوراق المالية مقابل المال النقدى. لكن مثل هذا الإقراض لن يكون متاحًا إلا بعد أن تتقدم ليمان بطلب إعلان الإفلاس. وكان روسو، محامى ليمان، غاضبًا بشدة – الأمر يبدو كما لو أن شركته أُختصت بالفشل.

وركزت البنوك الأخرى على المحافظة الذاتية. واعتقد بعض كبار المديرين التنفيذيين أنه يجب أن يحشدوا الدعم لعمليات التحكم فى البيع على المكشوف؛ وقال بلانكفين: "الرئيس دائم الثقة لجولدمان، إنه أمر غير ضرورى". واتصل زوبرو، من جيه. بى. مورجان، بميريل مرة ثانية وطالب بضمان. وكانت ميريل على بعد ساعات من التوقيع على اتفاق مع بنك أوف أمريكا وتجاهلته.

ولم يكن لدى إيه. أى. جى مثل هذه الرفاهية. فالإعلان المنتظر عن إفلاس ليمان سوف يلقى بثقله بالتأكيد على الأسواق، والفجوة فى إقراض الأوراق المالية لإيه. أى. جى سوف تتعمق. وبحلول مساء الأحد، راجع وليمستاد حاجاته التمويلية لتصبح ٦٠ مليار دولار أو أكثر. واستسلم مصرفيو الأسهم الخاصة بعد أن غُلبوا على أمرهم. وأقر ماوغان، مصرفى كولبيرج كرافيس روبرتس الذى كان لديه فيما يبدو أكبر الأمل، بتردد "هذا أكبر مما يمكننا حله".

واتصل وليمستاد بجايتنر هاتفيًا، فى الوقت نفسه تقريبًا الذى كان مجلس إدارة ليمان مجتمعًا، وقال ببساطة "لم أحصل على شىء". وتبخر الثلاثين مليار دولار التى كانت تبدو كما لو أنها فى جيبه ذاك الصباح (٣٤٠). ولأول مرة، أولى جايتنر وليمستاد كامل الانتباه فيما يبدو. واستدعى جيه. بى. مورجان وجولدمان وأخبرهما أنه يجب عليهما أن ينشغلا بإعداد وسيلة إقراض لإيه. أى. جى (٣٤١). كانت أموال الحكومة لصالح إيه. أى. جى لا تزال بعيدة المنال، مما كان يعنى أن إيه. أى. جى سوف تواجه السوق يوم الإثنين دون شىء تعرضه كدليل على جهودها، ما لم يُحسب توظيفها مستشارًا بشأن الإفلاس. وقال بولسون، الذى كان من المقرر أن يعود إلى واشنطن،

"تم، ضع يديك على هذا". وأخبر موظفيه بأن يشتغلوا أيضًا على تشريع جديد، كما لو أن الفشل لم يكن من رجال الأعمال والبيروقراطيين بل فى القوانين(٣٤٢).

وأنهى مجلس إدارة ليمان عمله بعد قليل من الساعة التاسعة مساء. وانتقل شركاء ويل جوتشال من غرفة إلى غرفة فى ليمان يخبرون المصرفيين بالمتوقع. وتدفقت جماعات من الموظفين إلى المكاتب لجمع المتعلقات الشخصية، بعضهم كان يجرجر حقائب بعجل لنقل ملفات. والمصرفيون المزدهون بأنفسهم فى احتشام شديد، كانوا يتعانقون وعيونهم تفيض بالدمع. ولمح مدير تنفيذى، كان يعمل لساعة متأخرة فى مورجان ستانلى، على مبعدة بنايتين إلى الجنوب، الموظفين الذين يحملون صناديق فى الشارع، وشعر بدفقة ارتياح بأنه لم يكن هو. ولم يتوافر قاضى إفلاس فى تلك الساعة، لكن الحضارة الحديثة تسمح بالتقدم بطلب التماس إلكترونى بموجب الفصل الحادى عشر، وإقرار رسمى لليوم الأول عبر الانترنت. وواصل مسؤولو الاحتياط الاتحادى الاتصال هاتفيا بميلر ليروا إذا ما كان لديهم جثة؛ وأصروا على تقديم ليمان بطلب الإفلاس قبل منتصف الليل. لكن الأوراق لم تكن جاهزة تمامًا. وثابر محامو ويل جوتشال. وغادر موظفو ليمان والتأم شمل جماعات منهم فى الحانات وشربوا أنخاب الشركة التى وجدت نفسها الساعة الواحدة صباحًا و٤٥ دقيقة فى قاعات المحاكم بخشبها السنديان، بعد أن طال أمد التنكر لبحثها عن الحماية (٣٤٣).

الفصل الرابع عشر

ما بعد الصدمات

إذا كنا تعلمنا أى شيء خلال هذا العام، فقد تعلمنا أن هذه الأزمة المالية لم يكن من الممكن التنبوء بها ويصعب مواجهتها.

هانك بولسون، مقالة للرأى، ١٨ نوڤمبر تشرين الثانى.

صحيفة نيويورك تايمز

أربك إفلاس ليمان، وهو الأكبر فى تاريخ الولايات المتحدة، الأسواق. وترددت أصداء الضربة المباشرة للدائنين الذين اقترضت منهم ليمان ٦٠٠ مليار دولار حول العالم. والمستثمرون المتنوعون من صندوق المعاشات التابع للدولة فى النرويج وولاية نيو جيرزى، وجدوا أنفسهم يحملقون فجأة فى ورقة بلا قيمة. وبحلول صباح الإثنين، كان المستثمرون يتصلون هاتفياً بالاحتياط الاتحادى فى نيويورك فى حالة هلع ليبلغوه أن لا أحد فى ليمان يرد على الهاتف [٣٤٤].

كانت الصدمة النفسية لرؤية بنك كبير يتفسخ عميقة. والسابقة المريحة التى أُستنت مع بير ستيرنز ودُعمت بفانى وفريدى – بأنه سيتم حماية الدائنين– تحطمت بضربة مفاجئة. ولو أراد بولسون أن يبين أن المستثمرين يتحملون مجازفة، فقد نجح فى هذا فيما يتجاوز أشد أحلامه جموحاً. والآن أرصدة البنوك – كل البنوك – يحكم عليها بأنها فى خطر. ومع نفور المقرضين، ارتفعت بشدة كلفة الاقتراض للبنوك. ومع

ارتفاع معدلات سعر الفائدة، سحبت الشركات الصناعية، القروض البنكية لتتأكد من التمويل، مما قلص ما بقى من السيولة المتقلصة بالفعل.

وانهارت العائدات على أذون الخزانة أيضًا، حيث كان يعاد توجيه المال إلى الحكومة التى اعتبرت ملاذًا آمنًا. وفى يوم الجمعة السابق على التقدم بطلب إعلان الإفلاس، بلغ سعر الفائدة على أذون الخزانة لمدة ٣٠ يومًا إلى نسبة هزيلة هى ١,٣ فى المئة. وفى يوم الإثنين، انهارت إلى ٠,٢٢ فى المئة. لم يكن المستثمرون "يستثمرون" فى أذون الخزانة، بل كانوا يستخدمون الحكومة كمخزن للحفظ الآمن؛ واعتبرت حتى العائدات شديدة الصغر أفضل من احتمال خسارة تلحق بكل استثمار خاص. ولطالما وُصف وول ستريت بالجرأة، أما الآن فالحذر الشديد هو الشعار. وأسدل انهيار ليمان الستار ليس فقط على شركة تاريخية مشاكسة، لكن أيضًا على حقبة. وأرسل فولد، مثل مستبد منفى، ملحوظة كئيبة إلى الموظفين: "أعلم أن هذا كان مؤلمًا للغاية لكم، شخصيًا وماليًا. ولهذا، فشعورى بشع" (٣٤٥).

واحتل الاحتياط الاتحادى على الفور محل مقرضى "الريبو" لليمان، أملا فى السماح للشركة المفلسة بالسقوط بشكل منظم. وبلغ إجمالى قروضها فى الأيام القليلة التالية ٤٦ مليار دولار، جميعها مدعوم بضمان (٣٤٦). وفى الوقت نفسه، واصل باركليز التفاوض مع نبلاء ليمان أملا فى شراء البقايا فى غمرة الإفلاس.

على أى حال، فبينما كان الفرع الأمريكى محمى بشكل مؤقت من الاحتياط الاتحادى، لم تعد ليمان كشركة متكاملة موجودة، وتسبب هذا فى خراب غير متوقع. وتوقفت تدفقات المال بين أفرعها، وفرعها فى لندن، الذى يحتله عشرات المحامين والمحاسبين، أُغلق فعليا. ولم تعزل فعلا ممارسات الإفلاس فى بريطانيا الشركة عن حسابات الزبائن؛ ونتيجة لهذا جُمدت أموال عملاء صناديق التحوط من الولايات المتحدة ومناطق أخرى بموجب القانون البريطانى. وخلق هذا حالة تدافع مدمرة. واستيقظ نحو سبعة صناديق تحوط يوم الإثنين وعلمت أن قسطًا من أصولها

معطل(*). [٣٤٧]. وأصابها، وآخرون معها، الفزع؛ كان التأثير كما لو أن مجموعة من الدببة مضت تعيث فى الأرض فساداً فى قرية بلا حول.

وردت صناعة صناديق التحوط التى بلغ رأسمالها تريليونى دولار ببيع مقايضات الائتمان، خاصة فى مورجان ستانلى وجولدمان-البنكين الاستثماريين الوحيدين اللذين بقيا فى صيغة مستقلة. وكان بعضها يتصرف بطريقة دفاعية، ويكتفون بشراء التأمين؛ وأخرى كانت تقوم بمضاربات مباشرة (وعدائية). لكن على أى حال، كان التأثير هو نفسه. وارتفعت التعويضات بشدة، مما أفقد الشركتين اللتين اعتبرتا لفترة طويلة صفوة وول ستريت أعصابهما.

وأدى ارتفاع معدلات مقايضات الائتمان إلى خسائر كبيرة للشركات التى باعت التأمين. وتضررت من المطالبات بدفع الدفعة المقدمة التى قُدرت يوم الإثنين وحده بما يزيد كثيراً على ١٠٠ مليار دولار [٣٤٨]. وكانت التأثيرات الفيروسية لا تُحصى. وهبطت الأسهم بشدة، وخسر داو ٥٠٤ نقاط، فى أسوأ انهيار له منذ ١١ سبتمبر أيلول ٢٠٠١، وبدأ المجتمع المالى الأكبر فى التفسخ، كما حدث للأجزاء المختلفة من ليمان. وقلص المستثمرون محافظهم المالية، وانسحب التجار من أسواق الائتمان بخاصة، وهدأ التدفق المالى كما لو أن غديراً هادراً هدأ هدوء الموت.

كان لدى ليمان مليون ونصف المليون من تعاقدات المشتقات مع آلاف من أطراف مختلفة وأثار احتمال نقضها فزع الاحتياط الاتحادى. ومع جسامة المشتقات فيما يبدو، لكنها أثبتت أنها أقل إشكالا من استثمار واحد، تغاضت عنه الحكومة، فى غمرة فوضى عطلة نهاية الأسبوع الماضية.

(*) تضمنت مجموعات صناديق التحوط التى بها أموال مجمدة فى ليمان، أمبر كابيتال، وأوتونومى كابيتال ريسيرش، وبيبى هاربور مانجمنت، ودى. إ. شاو، وجى إل. جى بارتنرز، وهاربينجر كابيتال بارتنرز، وأوش-زيف كابيتال مانجمنت. (المترجم)

وإلى جانب الأوراق المالية للخزانة و ودائع البنوك التى تكفلها الحكومة، لطالما أُعتبرت أموال صناديق السوق الاستثمارية التعاونية أكثر ملاذات وول ستريت أمنًا. وكانت من بنات أفكار مبتكر وحيد، بروس بينت الذى فتح فى عام ١٩٧٢ صندوقًا للاستثمار فى مجموعة متنوعة من الأدوات الائتمانية قصيرة الأجل. وقدم للمستثمرين عائدًا أعلى على حسابات الادخار بأمان وسيولة دائمين فيما يبدو. ومن الصحيح أن جاذبية صناعة أسواق المال تتمثل فى سمعتها بالمحافظة الشاملة على رأس المال، بالثبات عند دولار واحد للسهم. وأقسمت ريزيرف مانجمنت، وهى شركة بينت، يمينًا بالمحافظة على القيمة الصافية للأصول، مفتخرة فى أدبياتها بالقول "ريزيرف ملتزمة بسعر دولار واحد كقيمة صافية للسهم" (٣٤٩).

وكان بينت رسولا على نحو ما، فحذر الصناعة مع تناميها من مخاطر الوصول إلى عائدات أعلى بالاستسلام لائتمان أدنى. وعلى وجه الخصوص، شجب الورقة المالية التجارية، واصفًا إياها بأنها مفرطة المخاطر. وبعد سلسلة الاقتراب من الفشل فى عام ٢٠٠٧، عندما أصابت أدوات الاستثمار المهيكلة صناديق الأموال بالعدوى، أسهب بينت فى توضيح المخاطر الخاصة بالأوراق المالية المدعومة برهون عقارية، وطيش الذين يتاجرون فيها. لكنه لم يحفظ قواعده. ومنذ ذاك الحين، وبرايمارى فاند، أبرز الصناديق المالية لريزيرف، يخزن أوراقًا مالية تجارية - بينها ٧٨٥ مليون دولار أصدرتها ليمان براذرز. وفى الوقت نفسه، ظل بينت يصدر تصريحاته السامية، فعلق فى يوليو تموز: "وول ستريت - ليس لدى من فيه أى عقل - كل ما يفعلونه هو السوق" (٣٥٠).

فى صباح يوم الإثنين، استيقظ مستثمرون فى صندوق برايمارى فاند على حقيقة أن ١,٢ فى المئة من أصولهم مستثمرة فى ليمان (وهى الحقيقة التى نشرت على موقع الصندوق على الإنترنت). وكان بعض المستثمرين أفرادًا، لكن معظمهم كان مؤسسات، ومن بينهم شركات فورشن الخمسمئة مثل تايم وارنر وهيئات عامة مثل إدارات

مدارس الأقاليم التى وضعت أموالها مع بريمارى فاند للحصول على عائد أعلى قليلا، بناء على افتراض أن تبقى دون مخاطر.

وبسبب شعورهم بأن أول ما يسترد هو الذى سيخرج سليمًا على الأرجح، هرع هؤلاء المستثمرون إلى الأبواب؛ وبعد فترة قصيرة، تبعهم باقى وول ستريت. وفى الساعة ٧:٥١ صباحًا، تمت المطالبة باسترداد ٥٦ مليون دولار. وبعد دقيقة واحدة تم تلقى طلب استرداد آخر أكبر. وبحلول الساعة ٨:٣٠ صباحًا، استرد ٢٢ مستثمرًا، معظمهم مؤسسات، خمسة مليارات دولار من أموالهم - أو على الأقل قدموا طلبات للحصول على المبلغ نفسه. والحفل مستمر[٣٥١].

وتشاور أمناء الصندوق على عجل، (وشارك بينت، الذى كان قد ذهب جوًا إلى إيطاليا فى اليوم السابق ليحتفل بعيد زواجه الخمسين، بالهاتف)، وقرروا تسعير أوراق ليمان عند ٨٠ سنتًا من الدولار، متمسكين بأمل أن تكون خسائر ليمان متواضعة. وطُلب من أفراد المبيعات أن يبلغوا المتصلين بأن حتى خسارة العشرين سنتًا هذه غير ذات صلة بالموضوع، ومؤقتة فحسب، لأن أوراق ليمان سيمكن استردادها فى نهاية المطاف بالسعر الأصلى. وأُبلغ المتصلون، بالإضافة إلى هذا، أنه إذا تُكبدت أية خسارة، فشركة ريزيرف سوف تغطى الفرق. ومع تصاعد مد الاسترداد، أوقفت شركة ستيت ستريت(*). الحارس المستقل الذى أشرف على الصندوق، الدفع. وأكد موظفو الصندوق للمستثمرين أنه لا يعانى مشاكل فى السيولة، بل تأخر فى عمليات المعالجة فحسب، وحثوا المستثمرين على أن يستردوا أموالهم. وفى الوقت نفسه، سعت ريزيرف بجنون للحصول على مساعدة من الاحتياط الاتحادى [٣٥٢].

(*) شركة قابضة للخدمات المالية تأسست فى عام ١٧٩٢ ومقرها الرئيسى بوسطن، وشركة ستيت ستريت بنك آند تراست منبثقة عنها وتقدم خدمات الأوراق المالية للمستثمرين وتقوم بدور البنك الأمين على الأصول. (المترجم)

ومع أن ليمان هو مصدر كبير للأوراق التجارية، وفى كل استعدادات المنظمين لم ينظر أحد منهم فى تأثيرها المحتمل على صناديق أسواق المال. وهذا انتقاد لا يطال المنظمين بقدر ما يطال التصور عن أن المسؤولين بوسعهم أن يستشرفوا كل تابعة كبيرة لما بعد الصدمات. تتمخض زلازل السوق، مثل هذه بطبيعتها، عن تصدعات غير متوقعة وارتجاجات عشوائية فيما يبدو. وبدءًا من حقبة جرينسبان وما بعدها، استندت السياسة الرسمية على قدرة واشنطن على القيام بهبوط سلس، عندما تقود مبالغات السوق إلى إخفاقات. لكن مضاربات الرهون العقارية كانت متطرفة للغاية، وكان من المشكوك فيه أن بوسع أى خبير فى الخزانة وفى الاحتياط الاتحادى أن يتجنب هبوط التحطم.

ودافع بولسون بعناد عن أفعاله - أو بالأحرى عن انعدام فعله - بشأن ليمان. وفى إفادة للصحفيين، فى البيت الأبيض، يوم الإثنين، لم يفعل إلا التباهى بالقول: "لا أستخف أبدًا بأن أزج بدافعى الضرائب لدعم مؤسسة". استحق هذا التوجه الإطراء، لكنه تعارض مع ما تفوه به بولسون فى الاجتماع نفسه وقال:"لا شىء أهم فى الوقت الحالى من استقرار أسواق رأسمالنا"(*).

وفيما يتعلق بإيه. أى. جى، أكد بولسون للصحفيين أن المشاورات التى مازالت تجرى فى نيويورك هى مسعى للقطاع الخاص - "ولا صلة له بأى قرض مرحلى من الحكومة". ومع أخذ مثال ليمان فى الاعتبار، كان لدى الأسواق كل سبب ليصدقوه.

(*) يتسم تعليق بولسون فى المؤتمر الصحفى الذى قال فيه: "لم أفكر لمرة قط أنه من الملائم أن أزج بأموال دافع الضرائب لحسم أمر ليمان برازرز" بصفة الإعلان الارتجالى وليس بصفة الحقيقة الموضوعية. وعندما سئل عن سبب عدم تلقى ليمان مساعدة كما حصل لبير، قال إن الوضع والحقائق "مختلفة للغاية"؛ ولم يحدد الاختلافات. وقدم برنانكى تفسيرًا أشمل فى الأسبوع التالى، عندما أعلن فى الكونجرس، "فى حالة ليمان برازرز... كان تقديرنا أن المستثمرين والأطراف المقابلة لديها وقت لاتخاذ إجراءات احترازية". لم يشر أى مسؤول للتفسير الذى تم تقديمه بحماس فيما بعد، وهو أن ضمانات ليمان لم تكن كافية لدعم قرض. ولم يصبح هذا ردًا معياريًا إلا بعد أن تعمقت الأزمة. (المترجم)

لكن تورط بولسون فى إيه. أى. جى كان أكثر مما يوحى به اقتضابه فى الكلام. وبحلول ذاك الاثنين، كان هو وجايتنر يعدان بهدوء لإعادة تمثيل عطلة نهاية الأسبوع الخاص بليمان- لم تختلف هذه المرة، إلا فى أن الموضوع كان إيه. أى. جى وكان جيه. بى. مورجان وجولدمان مكلفين بتشكيل وكالة إقراض للبنوك الخاصة. وأرسل جولدمان لويد بلانكفين، كبير مدرائه التنفيذيين، بالإضافة إلى اثنين من كبار مساعديه. وأرسلت مورجان براونشتاين، رئيس الاستثمار المصرفى، وجيمى لى، عميد البنوك صاحبة العائدات المرتفعة التى يتباين عملاؤها من روبرت ميردوخ إلى شركة دريموووركس، والذى قيل إنه أقرض على امتداد مشواره المهنى ما إجماليه تريليون دولار [٣٥٣]. وفى صباح الاثنين، ذهب إلى الاحتياط الاتحادى فى نيويورك محامون من شركات القانون المرموقة فى نيويورك، ومسؤولون من الخزانة، ومستشارون من بلاك روك، وأيضًا بورات وسكلى، وهما زوجان من مورجان ستانلى عملا على فانى وفريدى.

وقال جايتنر تلقائيًا، كما لو كان يقرأ من كتاب قدر ليمان للمجموعة "لا توجد أموال اتحادية لإيه. أى. جى" وانقسم المصرفيون، وقد اعتادوا التدريب، بسرعة إلى جماعات عمل واحدة نظرت على طول المدة التى قد تستمرها إيه. أى. جى، وخلصت إلى أن يوم الأربعاء أو الخميس هو أقصى ما يأملونه. وجماعة أخرى قيمت أنشطتها الاقتصادية الأساسية- بطاقات الائتمان اليابانية، والتأمين على الحياة فى تايوان، وتمويل المستهلك، وتمويل عربات القطارات، وأنشطة كثيرة أخرى. وثالثة طورت خطة تمويل [٣٥٤].

أذكى الوجود المريب لجولدمان فى المحادثات الإحساس بمكيدة دائمة. ولم يكن جولدمان مجرد وكالة إقراض محتملة، لكن طرفًا مقابلا لإيه. أى. جى له اهتمامات مباشرة فى بقائها. ولم يغب عن بال جيه. بى. مورجان، من بين آخرين، أن أكثر شخصيات الحكومة أهمية فيما يتعلق بإيه. أى. جى، دان جيستر، المفكر الإستراتيجى السابق فى جولدمان، الذى كانوا يخشون أن يكون على اتصال بشكل

خاص بشركائه السابقين. بل إن الطريقة الداعبة الخالية من الهموم لمصرفى جولدمان، أثارت الشك وسط منافسيها الحذرين.

كان وليمستاد، رئيس إيه. أى. جى، منشغلاً بتهديدات خفض الائتمان من وكالات التصنيف. كان لديه ورقة لعبة فى كمه - إريك دينالو، مراقب التأمين فى الولاية. ورغم تهيبه من وجود الكثير جداً من المشاهير الماليين فى الاحتياط الاتحادى، ساهم دينالو بأكثر مما ساهم كل المصرفيين جملةً. وحشد المنظم المتجول دعم الحاكم ديڤيد باترسون، وظهر فى مؤتمر صحفى تمت الدعوة إليه على عجل فى ذاك الصباح. ودعم الحاكم خطة دينالو التى تقضى بتحرير ٢٠ مليار دولار من أفرع إيه. أى. جى، محذراً من فقدان وظائف إذا انهارت أيه. أى. جى.

وبعد أن وضع ولاية نيويورك فى جيبه، زار وليمستاد، مصطحباً دينالو وجستر الخالى وجهه من التعبيرات، وكالات التصنيف. وتوسل إليهم بأن يمتنعوا عن خفض التصنيف، مجادلا بأن الموقف التعاونى من نيويورك حسن المستقبل المرتقب لإيه. أى. جى ولم تتأثر الوكالات. ورأت فى كآبة أنه إذا كانت الولاية قد مضت على مثل هذا النحو المتطرف فلابد وأن إيه. أى. جى فى مشكلة حقًا. وكانت الوكالات أيضًا تحفزها غريزة القطيع؛ فقد نجت من الفقاعة الائتمانية، ولا أحد يريد أن يقع فى الشرك مرة أخرى. بل هددوا بأن يخفضوا تصنيف الوحدات العاملة من إيه. أى. جى وحدات التأمين الفاعلة التى لم تتضرر من مراهنات مشتقاتها(٣٥٥). وفى إعادة عرض لأزمة ليمان، بدأت الشركات تتراجع عن التعامل مع شركة التأمين التى كانت مهيبة ذات يوم، فقطعت عنها الهواء ببطء.

وخلص جيمى لى، من جيه. بى. مورجان، إلى أن، إيه. أى. جى سوف تحتاج إلى ٧٥ مليار دولار على الأقل - وهو رقم رفعه بعد فترة قصيرة إلى ٨٥ مليار دولار - واقترح أن المقرضين يستطيعون الحصول على شهادات بأسهم (فى حالة تعافى أسهمها) بقيمة ٨٠ فى المئة من الشركة. وكانوا يقترحون، فعلياً، إفلاساً يسوى بعيداً عن المحاكم، يستولى المقرضون بموجبه على، إيه. أى. جى لكن مبلغ ٨٥ مليار دولار

كان هائلا - وأكثر بكثير من الميزانية السنوية لمدينة نيويورك- فلا مورجان ولا جولدمان كانا يعلمان إذا ما كان بوسعهما جمعه. وكانت تعويضات مقايضات الائتمان على إيه. أى. جى تتخطى السقف، فى مؤشر على أن المقرضين اعتبروها غير قابلة للتداول. وبصفة عامة فإن تعويضاً يزيد على ٥٠٠ ألف دولار على عشرة مليارات دولار من السندات هو بادرة خطر، وارتفعت إيه. أى. جى إلى ١.٩ مليون دولار. وفى وقت لاحق من اليوم، وجهت موديز وفيتش وستاندرد آند بورز، جميعها تهديداتهم بخفض التصنيف. وكان هذا يعنى أن إيه. أى. جى سوف يتعين عليها أن تدفع ١٨ مليار أخرى إلى الأطراف المقابلة ومنها جولدمان [٣٥٦]. وكان هذا يتجاوز ببساطة مواردها.

وفى نحو الساعة السادسة مساء، نبه وليمستاد، اليائس من الحصول على قرض خاص، جايتنر أن إيه. أى. جى تستطيع أن تتقدم بطلب إعلان الإفلاس فى وقت مبكر مثل يوم الأربعاء. وأضاف وليمستاد مؤكداً على إلحاحه "تم... سيتعين علينا أن نستدعى خطوط دعمنا الاحتياطية". وخطوط الدعم الاحتياطية هى خطوط ائتمان الطوارئ، وتستخدم عندما تكون الأوراق التجارية غير متوافرة. وبصفة عامة، فعندما تلجأ الشركة لخطوط الدعم الائتمانى فإنها فى حكم الميت. واحتج جايتنر بأن إجراء مثل هذا سوف يكون بادرة على العسر، لكن الخيارات كانت تنفد من وليمستاد.

وبدأ بولسون وجايتنر مؤتمراً هاتفياً مع مجموعة من موظفى إيه. أى. جى؛ وبدأ المؤتمر فى الثامنة صباحاً واستمر حتى بعد منتصف الليل بكثير. واستجدت جيه. بى. مورجان وجولدمان ساكس نظراء هما وعادتا خاليتا الوفاض. وفضلت البنوك أن تخوض مخاطر عواقب الإفلاس على الإقراض إلى شركة تأمين لديها التزامات تفوق طاقتها بشكل ميئوس منه. وكما لو أنهم نقلوا تلغرافياً مشاعرهم بأن إيه. أى. جى لا تستحق الإنقاذ، غادر مصرفيو مورجان، مقر إيه. أى. جى فى ٧٠ شارع باين، تاركين وراءهم صناديق البيتزا المستعملة مبعثرة - وهى من الأمور الأخرى التى

أربكت العلاقات المتوترة بين البنك وإيه. أى. جى ومع بقاء الإفلاس هو الخيار الوحيد فيما يبدو، نصح سيمسون ثاتشر الذى أبقاه مجلس إدارة إيه. أى. جى بأن على المدراء أن يستعدوا للتقدم بطلب إعلان الإفلاس.

وكان بورات وسكلى، بعد أن أتما عملهما فى فانى وفريدى، يساعدان الآن الخزانة فى فك لغز إيه. أى. جى، ونصحا جايتنر بأن تعد الحكومة خطة احتياطية. وكان هذا فى الساعة الثانية والنصف صباحًا، وكان جايتنر منهكًا من العرض المتواصل ليلا. وتشبث بمعارضته تقديم مساعدة لإيه. أى. جى، لكنه ألمح الآن إلى ما يوضح أنه سيبحث الأمر.

وفى صباح الثلاثاء، عاد مصرفيو جيه. بى. مورجان وجولدمان إلى الاحتياط الاتحادى فى محاولة لفك لغز الحل. وكان يُتوقع وصول جايتنر إلى واشنطن لحضور اجتماع للجنة الاتحادية للسوق المفتوحة، لذا ترأس دان جيستر، مسؤول الخزانة النحيف الذى يشبه قليلا اتشتابود كرين (*). مصحوبًا بزمرة من المحامين، وثنائى مورجان ستانلى ودينالو الموجود فى كل مكان. وبدا مصرفيو جيه. بى. مورجان وجولدمان صارمين بشكل غير معتاد؛ ينقرون بأناملهم على أزرار أجهزتهم البلاكبيرى، ورأوا أن أسواق الائتمان فى الخارج أصبحت بشعة. واعتقد جون وينكلريد من جولدمان، وسكلى من مورجان ستانلى أن انهيار إيه. أى. جى سوف يكون كارثيًا؛ وكان براونشتاين من جيه. بى. مورجان أكثر تفاؤلا. وبينما كانت المجموعة، ربما ٣٠ خبيرًا ماليًا وآخرون، تفحص البدائل، اقتحم جايتنر غرفة المؤتمرات. وأمر بطريقة مسرحية: "أغلقوا هواتفكم المحمولة... لا أريد أى شخص أن يتصل بهذا، لكن إذا كان علينا أن نفعل شيئًا، ما مدى ضخامة ما يتعين أن يكون عليه، ما الشروط، وكيف نقوم به؟" (٢٥٧).

(*) شخصية خيالية لمعلم خجول وصارم فى قصة قصيرة للأديب واشنطن إيرفينج بعنوان "The legend of sleepy hollow" نشرت فى عام ١٨٢٠. (المترجم)

وبدأ جيه. بى. مورجان وجولدمان يضعان الشروط. وتقدما بعرض من جديد لجايتنر، ثم جلس المصرفيون ينتظرون وهم يقضمون غداء من الشطائر قدمها لهم الاحتياط الاتحادى.

وزُج بإيه. أى. جى، فى الوقت ذاته، أقرب إلى الحافة. وكانت الأطراف المقابلة ترفض تطهير تعاملاتها لصرف العملات مما حرمها من المليارات النقدية. وهددت ولاية تكساس بمصادرة أصول لحماية حاملى وثائق التأمين داخل نطاق سلطتها القضائية. وظل وليمستاد يحاول أن يتصل بجايتنر وبمصرفيي جيه. بى. مورجان، لكن دون أن يفلح. وفى حالة يأس، اتصل هاتفيًا ببنوكه للحصول على خطوط الدعم الائتمانى. لكن أين جايتنر؟ ثلاثة من خبراء التأمين الموثوق بهم – جيمى جامبل، من شركة سيمسون ثاتشر، ومايكل وايزمان، من شركة سوليفان كروموبل القانونيتين ولارى ناث من بلاك ستون جروب – ذهبوا إلى الاحتياط الاتحادى(٣٥٨).

وجعلهم وايزمان يمرون عبر الإجراءات الأمنية، بعد الاتصال بأحد المعارف فى الاحتياط الاتحادى. وفى الغرفة الكبيرة فى أسفل، رأوا مجموعة جولدمان، ومجموعة مورجان، وآخرين متناثرين فى مختلف الأركان. كان نوع ما من المكيدة يختمر. ولم يعتقد جامبل أنها صفقة خاصة؛ فالمصرفيون كانوا يبدون هادئين للغاية. وعثر المحامون على دينالو، المراقب، وطلبوا منه المساعدة بشأن تكساس. وحث دينالو، الذى كان حريصًا على منع إيه. أى. جى من التقدم بطلب إعلان الإفلاس، لكنه ملىء بالمخاوف من انتهاك أمر جايتنر المقيِّد، بأنه على إيه. أى. جى ألا تفعل أى شىء "طائش". وألقى جامبل نظرة ذابلة على طاولة جولدمان، وقال بجدية صارمة "تحدث إليهم، إنهم الأشخاص الذين يسحبون المال منا".

وقبل الظهيرة بقليل، وصل وليمستاد أخيرًا إلى جايتنر. وقال: "تِم... سوف نفلس فى واقع الحال بنهاية اليوم. ليس لدينا نقد. سوف نعجز عن سداد كل اتفاقاتنا".
وحثه جايتنر، مرة أخرى، على ألا يطلب خطوط دعمه الائتمانى.

وقال وليمستاد: "فات الأوان."

واعترف جايتنر، متراخيًا قليلا: "إننا نعمل على حل. لا تخبر أى شخص".

وبعد فترة قصيرة لاحقًا، عاد جيستر إلى غرفة المصرفيين وأعلن بجفاف: "قررت الحكومة الاتحادية أن إيه. أى. جى أهم، فى النظام، من أن تفشل. وسوف نحصل على موافقة من مجلس المحافظين". وتمثلت الخطة فى أنه فى مقابل قرض بقيمة ٨٥ مليار دولار بمعدل فائدة كبير؛ تقدم إيه. أى. جى إذنًا بتسليم الحكومة نسبة ٧٩,٩ فى المئة من الأسهم. وكان هذا فى الأساس المخطط الذى اقترحته جيه. بى. مورجان يوم الأثنين، والذى لم ترغب البنوك الخاصة تنفيذه. وقال جيستر بجدية أن النقطة المهمة هى أن حاملى أسهم إيه. أى. جى سوف يُعاقبون.

وألقى جامبل، أحد محامى إيه. أى. جى، نظرة على الشروط وسأل جيستر إذا ما كان بوسع الحكومة أن تعدلها حتى يكون لدى إيه. أى. جى حافز – أن تُبقى بعض القيمة لحملة الأسهم إذا خرجت من الركام ذات يوم. ولم يتزحزح جيستر.

كان المصرفيون والمسؤولون فى الاحتياط الاتحادى متوترين للغاية؛ وخارج الجدران الحجرية للبنك كانت المشاكل المالية للبلاد تنتشر، وفى اتجاهات لم تكن متوقعة. وارتفع سعر الفائدة بين بنوك لندن لمدة شهر (ليبور) – وهو معيار لما تدفعه البنوك فى قروض مدتها ٣٠ يومًا – ربع نقطة، مما يوحى بأن البنوك تواجه صعوبة فى الحصول على تمويل. وارتفع سعر ليبور لمدة ليلة ثلاث نقاط، وهو تقدم قياسى وغريب تمامًا. وبدأ المودعون يسحبون الأصول من البنوك الأضعف، ومن واشنطن موتشوال بخاصة. واختار مجلس إدارة بنك آخر من تلك البنوك الحبيبة فى حقبة الرهون العقارية، وهو واتشوفيا، إما أن يجمع رأس المال أو، إذا فشل فى ذلك، أن يبحث عن شريك أو حتى عن مشترٍ[٣٥٩]. حتى التمويل للشركات الصناعية أصابه الضعف.

وتمثلت معظم المشاكل فى شائعات العسر التى تحيط بمورجان ستانلى. وكانت أسهمها تهبط طوال يوم الثلاثاء، والعلاوات السعرية لمقايضات الائتمان ترتفع بشدة لتصل إلى ٧٥٥ ألف دولار لكل عشرة ملايين دولار من سندات مورجان ستانلى، مما كان يوحى بقلق خطير فى أسواق الائتمان. ثم واجهت مطالبة بضمان من بنكها للمقاصة، بنك أوف نيويورك ميلون - وهو ما حدث بالضبط لليمان فى آخر أيامها [٣٦٠]. وتضررت أسهم جولدمان بشدة، أيضًا، مع أن البنك سجل مكاسب إيجابية ذاك الصباح.

وأصبحت سلسلة رد الفعل المروعة حقيقية. فصناديق التحوط التى لديها أموال محصورة فى ليمان كانت تنتزع حسابات من الناجيين الاثنين، ومورجان ستانلى بخاصة. وكان عملاؤها ينسحبون بإيقاع لاهث؛ وفى يوم الثلاثاء، سحب ملينيوم بارتنرز، وهو صندوق تحوط سريع التعاملات، ٨٠٠ مليون دولار فى صورة أصول. وكتراكم لجرح فوق آخر، باعت ملينيوم أسهم مورجان ستانلى على المكشوف. وقدم مدير ملينيوم، إزرائيل إنجلاندر، تفسيرًا مبررًا ذاتيًا، قائلا لمدير فى مورجان ستانلى "علينا أن نحمى أصولنا. هذا ليس أمرًا شخصيًا"[٣٦١].

وعلى خلاف ميريل وليمان، ظلت مورجان ستانلى شركة قادرة على الربح، وكان ينظر إليها من منشور ضوء سمعتها الرفيعة وأيضًا عبر قدرتها على تحقيق مكاسب، لكن هبوط ٢٣ فى المئة فى قيمة أسهمها خلال يومين فقط كان بلا تفسير. لكن مع الأخذ فى الاعتبار أنها بدأت العام برافعة مالية بلغت ٣٣ إلى واحد (انخفض هذا الرقم منذ ذاك الحين)، كانت قادرة على التسبب فى حالة هلع سواء كانت مبررة أم لا. وهذا هو الخطر الذى يطارد حتى أكثر الخبراء الماليين خبرة. فالرافعة المالية تجعل النجاة أصعب. فهى تتطلب أن يستطيع المرء دومًا الحصول على ائتمان.

وحاول جون ماك، كبير المديرين التنفيذيين لمورجان ستانلى، أن يخفف الهلع. وقرر أن يعلن مكاسب الشركة بعد إغلاق الأسواق قبل يوم من موعدها المقرر، معتقدًا

أن هذا سوف يهدئ الأسواق. وكانت أرقامها جيدة، مع انخفاض طفيف فى أرباحها عن عام من ٢٠٠٧ وفى دعوات حصد المكاسب فى وول ستريت، حث كولم كيلهر، كبير المسؤولين الماليين، المستثمرين على أن يعودوا إلى العقل، شاجبًا الشائعات بأنها فى ورطة [٣٦٢]. لكن الأسواق نادرًا ما اقتنعت بالهدوء.

حتى عندما كان كيلهر يتحدث، نشبت مشكلة فى أسواق الائتمان. ففى ٢٤ ساعة فقط، غرق برايمرى فاند، وهو صندوق لأسواق المال محاصر، فى طوفان من طلبات الاسترداد معظمها لم يُسدد. وبحلول الصباح، بلغ إجمالى الطلبات ٢٥ مليار دولار. والأسوأ من هذا، قرر الأمناء أن يعيدوا تقييم أوراق ليمان لدى الصندوق، ليس عند ٨٠ سنتًا كما أشير إلى ذلك فى بداية الأمر، لكن عند صفر. وكانت الخسارة فى القيمة تعنى أن الصندوق قد "كسر الدولار"، أو انخفض عن قيمة السهم المقدسة التى تبلغ دولارًا واحدًا، وهى الخسارة الأولى من نوعها فى ١٤ عامًا. وألقى هذا بمشكلة خطيرة لصناعة أسواق المال التى تعتبر حجر الأساس للاستقرار. وانتشرت الأزمة التى أُعتبرت ذات يوم أزمة "الرهون العقارية عالية المخاطر"، وفى وقت لاحق أزمة الرهون العقارية، إلى مناطق بعيدة عن ميدان فانى ماى أو أنجلو موزيلو. ولم يكن أحد يعرف من سوف يكون التالى فى التعثر من دائنى ليمان؛ ولم يكن أحد يعرف إلى أين سينتهى الأمر. وكما سوف يقول فليمينج، رئيس ميريل: "لم يتوقع أحد منا ضخامة تأثيرات التموجات".

وفى الاحتياط الاتحادى، كان المحامون يحيرهم متى بالضبط سوف ينفد النقد من إيه. أى. جى وطلب جامبل، محامى سمسون، من الاحتياط الاتحادى أن يبقى خط ائتمانه مفتوحًا إلى وقت متأخر، حتى يمكن تحويل أموال القروض ذاك المساء. لكن قبل أن يستطيع نقل عشرة سنتات، كان الاحتياط الاتحادى يحتاج إلى ضمان. وبحثت كاثى شانون، الأمين العام لشركة إيه. أى. جى، فى خزانة وأحضرت شهادات الأسهم التى تحتجزها الشركة الأم فى فروعها – وهى حزمة من الأوراق قيمتها

عشرات المليارات من الدولارات(*). وذهبت بها إلى الاحتياط الاتحادى يصحبها حارس أمن.

وكان ريتشارد بيتى، من شركة سمسون ثاتشر، بين المحامين الذين يقدمون النصح لمجلس إدارة إيه. أى. جى، واشتهر بتقديم النصح لمدراء الشركات الذين يواجهون ظروفًا صعبة. وبعد أن أدرك مدى الصعوبة التى يواجهها ويلمستاد فى التخلى عن السيطرة على شركته أمام الاحتياط الاتحادى، ضحك بيتى ضحكة خافتة، وقال: "بوب، لطالما أردت أن تعمل لصالح الحكومة".

ولم يتيسر وقت تقريبًا لويلمستاد كى يرد عندما صرف انتباهه مكالمة هاتفية من بولسون. وبعد محادثة موجزة، افتعل ويلمستاد ابتسامة، وعاد إلى بيتى وقال: "الأخبار الجيدة هى أننى غير مضطر للعمل لصالح الحكومة". لقد أقاله بولسون، ولاطفه ليمنع عليه الحصول على تعويض نهاية الخدمة الذى يبلغ ٢٢ مليون دولار – وهو أمر يصعب قبوله بالنظر إلى أن ويلمستاد حديث العهد بالإدارة ومدير تنفيذى مجتهد، وغير مسؤول تقريبًا عن مشاكل إيه. أى. جى وربما أراد بولسون الذى عاد إلى تعهده بعدم تقديم الإنقاذ أن يؤكد على أن الحكومة لا توزع العطايا. كانت معاملته لويلمستاد قاسية بما لا يتلاءم مع طبع بولسون.

واجتمع مجلس إدارة إيه. أى. جى الساعة الخامسة مساء. وكان لديه خياران اثنان فحسب: قبول عرض الاحتياط الاتحادى أو التقدم بطلب إعلان الإفلاس. وقال جايتنر إنه يحتاج إلى قرار قبل فتح الأسواق فى أسيا، وهو ما لم يبق عليه إلا ساعتان. وقاوم بيتى الذى كان مستاءً بالفعل من المعاملة القاسية التى تلقاها ويلمستاد. واحتج قائلاً: "تِم، لا يمكنك فعل هذا... على مجلس الإدارة أن يبحث هذا".

(*) لن تُعد وثيقة القرض النهائية إلا فى وقت لاحق من الأسبوع. وكإجراء مؤقت، كان الاحتياط الاتحادى يزمع نقل النقد عبر خط الائتمان فى مقابل إخطار بطلب كان يحتاج مقابله إلى شهادات أسهم إيه. أى. جى بوصفها تأمينا. (المترجم)

وشعر المدراء أنهم فى موقف صعب، وتجبرهم الحكومة على انتهاك يمينهم المتعلق بالثقة.

ونصحهم بيتى أن يفعلوا أفضل المتاح لحملة الأسهم، مشيراً إلى أن الإفلاس أحد الخيارات. وجادل أحد المدراء بشدة بشأن الفصل الحادى عشر الخاص بالتقدم بطلب إعلان الإفلاس(٣٦٣). لكن المحامى رودجين كوهين، الذى كان يقدم النصح أيضاً لمجلس الإدارة، أخمد هذه الحركات التمردية، ملاحظاً أن على المدراء واجباً أيضاً تجاه دائنى إيه. أى. جى.

وعلاوة على ذلك، من الصعب أن تتعافى الشركات المالية من الإفلاس. وفى حالة إيه. أى. جى، فعلى الأرجح أن يتم الاستيلاء على وحدات التأمين لحماية حاملى وثائق التأمين. وأيضاً خشيت الشركة تسابقاً على سحب الودائع فى آسيا التى تمتلك فيها إيه. أى. جى مصرفاً فى هونج كونج، وشركات لبطاقات الائتمان، ومصالح هائلة فى مجال التأمين. وقال بلاكستون مستشار إيه. أى. جى أن التقدم بطلب إعلان الإفلاس سيكون كارثياً، ووافقت عشرة أصوات من مجلس الإدارة على مقترح الاحتياط الاتحادى وعارضه صوت واحد، وفى الساعة التاسعة والنصف مساء، تم تحويل أول دفعة من المبلغ وهو ٨٥ مليار دولار. وكان إيه. أى. جى الآن تحت وصاية الاحتياط الاتحادى الأمريكى الذى التزم تجاه موكلها بحوالات أموال أكبر من أى أموال قدمها فى تاريخه. وعين بولسون، فى اتباع لمخطط رسمه بين الساعة الثالثة والرابعة فى الصباح السابق، إدوارد ليدى، كبير المديرين التنفيذيين السابق لشركة أولستيت، رئيساً جديداً لإيه. أى. جى.

وكان الخيار ضعيفاً بشكل يثير الدهشة. كان ليدى مديراً فى جولدمان ساكس (وهو منصب تركه على الفور)، وكان بولسون قد اعتمد بالفعل على الكثير جدا من معارفه السابقين، منتهكاً مظهر النزاهة، على الأقل. وانتشر مصرفيو جولدمان، الذين من المفترض أنهم يكنون ولاءً عابراً على الأقل لشركتهم السابقة، فى الخزانة. وأيضاً،

تحدث بولسون فى هذه الفترة مراراً إلى بلانكفين، تاجر الذهب المنطوى على نفسه السابق الذى خلفه فى جولدمان [٣٦٤]. وبلانكفين، وهو ابن عامل بريد فى مدينة نيويورك، كان بولسون قد أعده لمنصبه الحالى [٣٦٥]. وكانت الوساطة وثيقة، وتنوقلت النميمة (وأكدتها القصص الصحفية فيما بعد) أن بولسون رسم مخطط إنقاذ إيه. أى. جى ليفادى جولدمان مزيداً من الأضرار.

وهذا الاتهام لا يصمد. تشاور بولسون بالضرورة مع الشركتين (جيه. بى. مورجان وأيضاً جولدمان) المتورطتين فى إيه. أى. جي؛ واتصل بولسون أيضاً ببلانكفين أثناء الأزمات السابقة التى كانت لا علاقة لها بجولدمان [٣٦٦]. كان من الحكمة لو أنه اتصل ببلانكفين أقل، لكن بولسون لم يكن يفكر فى إنقاذ إيه. أى. جى باعتباره حاسماً لجولدمان بخاصة، لأن انكشاف جولدمان على إيه. أى. جى كان فى الحقيقة أقل من تهديد الحياة. وبفضل جهودها الحيوية فى الجمع قبل عملية الإنقاذ، كانت جولدمان تحتجز بالفعل ٧,٥ مليار دولار من الضمانات من إيه. أى. جى وبعد الإنقاذ، جمعت جولدمان ٧,٣ مليار دولار إضافية، لكنها كانت معرضة لفقدان نحو ثلث هذا المبلغ فحسب. وباختصار، فالخسارة فى إيه. أى. جى لم تكن لتصيب بالشلل شركة تمتلك ٤٠ مليار دولار من صافى الموجودات الحقيقة (*).

(*) تحدثت الصحافة (على سبيل المثال، جريتشن مورجينسون، ودون فان ناتا الابن، فى التاسع من أغسطس آب، من عام ٢٠٠٩ فى صحيفة نيويورك تايمز) على نطاق واسع، أن جولدمان تلقت ١٣ مليار دولار من أموال الإنقاذ. كان هذا مضللا لأغراض تحليل الإنقاذ، لأن ٥.٦ مليار دولار من هذا المبلغ لم يحول إلا بعد إنقاذ ثان لإيه. أى. جى فى نوفمبر تشرين الثانى، وبعد مزيد من تراجع الأسعار- وهو ما لم يتوقعه بولسون. ونتيجة لهذا القرض المبدئى البالغ ٨٥ مليار دولار، دُفع منه لجولدمان ٢.٥ مليار دولار كضمان للمقايضات التى تقل عن سعر الشراء-وهى أموال توقفها للخسارة فى حال غياب صفقة إنقاذ. وتلقت أيضاً ٤.٨ مليار دولار باعتبارها طرفاً شريكاً فيما يتعلق ببرنامج الإقراض لإيه. أى. جى للأوراق المالية المتعثرة. لكن جولدمان (مثل الأطراف الشريكة الأخرى) احتجز ضماناً عن هذه القروض، وما كان له أن يتكبد خسارة إجمالية عليها حتى دون مساعدة الاحتياط الاتحادى. وأكد تقرير، فى نوفمبر تشرين الثانى، صادر عن المفتش العام الخاص لبرنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، أن جولدمان لديه حماية، لكنه أشار إلى أنه كان سينكشف أمام خسائر الأسواق بعد سبتمبر أيلول. (المصدر: طلب إعلان الإفلاس لإيه. أى. جى وتقرير المفتش العام الخاص). (المترجم)

وهناك تفسير أكثر معقولية لقرار إنقاذ إيه. أى. جى وهو أن المسؤولين وأيضًا المصرفيين خافوا من التأثيرات غير المباشرة لكن الشاملة – أى موجات مد على غرار ما حدث فى ليمان تغرق ما بقى من وول ستريت. كان من الممكن أن تتضرر جولدمان لكن، كان من الممكن أن يحدث هذا أيضًا لآخرين، وفى الحقيقة، دعمت مورجان ستانلى، التى كان انكشافها على إيه. أى. جى قليل، المسعى. ومن الجدير بالذكر أنه فى اليوم التالى لعملية الإنقاذ، طلب الاحتياط الاتحادى من بولسون أن يشارك فى مكالمة كانت تعالج تحديدًا البنوك الاستثمارية ومنها جولدمان. وفى هذه المناسبة، أدرك بولسون تضارب المصالح وطلب استثناء أخلاقيًا. ويؤكد عدم قيامه بهذا يوم الثلاثاء أن بولسون رأى فى إيه. أى. جى تهديدًا للنظام، لكن ليس لجولدمان ساكس على وجه التحديد.

لماذا إذن إيه. أى. جى وليس ليمان؟ أشار الاحتياط الاتحادى إلى أن النشاط الاقتصادى الأساسى لإيه. أى. جى أكثر صمودًا من عمل ليمان، وضمانها أكثر أمانًا، وبالتالى كانت مخاطرة ائتمانية أفضل. وهذا إضفاء للمعقولية أكثر منه سببًا. كان المنظمون واثقين على الأغلب للذهاب إلى ليمان؛ وبحلول وقت أزمة إيه. أى. جى كانوا خائفين. وفشل ليمان أو انهيارها كان أسوأ بكثير بالفعل مما توقعوا. واحتمال إعلان عملية إفلاس ثانية غير منظمة – هذه المرة، لشركة بها تريليون دولار من الأصول (مرة ونصف مما لدى ليمان)، فى وقت كانت الأسواق فيه أكثر هشاشة بشكل كبير – كان هذا يبدو كثيرًا جدًا.

ولم يرتح جايتنر قط لنهج "دعه يعمل". وبدأ برنانكى يضغط ضد موقف بولسون المتصلب المناهض للإنقاذ. كان رئيس الاحتياط الاتحادى الذى اتخذ القرار النهائى خائفًا حقًا من حالة هلع على غرار فترة ثلاثينيات القرن الماضى. وقال لزملائه: "ليس هناك أيديولوجية فى الأزمات المالية"(٢٦٧). وناسبه التعليق كما ناسب بولسون. وتنتشر الآن الأزمة، وتبنى الوزير سريعًا فكرة التدخل وترك توجساته بشأن الخطر الأخلاقى ليوم آخر. وخمن وليمستاد أنه لو تقدمت إيه. أى. جى فى المرتبة الأولى، لكان من

المسموح أن تهلك ويتم إنقاذ ليمان. وربما كان هذا قريباً بقدر وجود تفسير وهو: إيه. أي. جي حلت في المرتبة الثانية(*).

وعاشت ليمان، وهي السبب المفاجئ لكثير جداً من المأساة، حياة ما بعد الموت. بيعت أصول تجارها الأمريكيين في عملية الإفلاس إلى باركليز- ويرجع الفضل في هذا إلى حد كبير للمحامين ميلر، وعلى وجه الخصوص، لوري فايفه التي عملت من التقدم بطلب الإفلاس ليل الأحد إلى الاتفاق على البيع يوم الثلاثاء، دون حتى تغيير الثياب. ولم تخرج فايفه وأكلت وجباتها في مطبخ ليمان. وجاء نحو عشرة آلاف من موظفي ليمان، في حالة دوار عاطفي يتدفقون في العودة إلى العمل، والآن يعملون في عرفان للجميل في خدمة باركليز. والسعر كان مبلغاً زهيداً هو ١,٧٥ مليار دولار (معظمها كان مقابل مقرات ليمان؛ وقيمة قدرتها على العمل، التي تقلصت كثيراً بسبب الإفلاس، وقُدر أنها تافهة). وأبقت القروض من الاحتياط الاتحادي (المضمون تقديمها بوفرة) ليمان تعمل لمدة ٧٢ ساعة أخرى، أو حتى يتسنى لباركليز إتمام الصفقة - وبالأحرى على نحو ساخر، كان هذا يشبه المساعدة التي طلبها باركليز قبل التقدم بطلب الإفلاس وفق الفصل الحادي عشر(**). وبيعت أيضاً الفروع الأخرى من ليمان بالمزاد. وطلب ديك فولد أن يبقى فيما سماه "الشركة" - وهي الآن باركليز- أملا في إعادة بناء ثروته الشخصية. وأُبلغ أن لا مكان له.

كان بن برنانكي مسترخياً بشكل غريب، عندما اجتمع مع اللجنة الاتحادية للأسواق المفتوحة التي اجتمعت يوم الثلاثاء، في ١٦ سبتمبر أيلول. ورفضت تقليص

(*) اتسقت شهادة برنانكي في وقت لاحق مع هذه النظرية، وقال للكونجرس إن الاحتياط الاتحادي أنقذ إيه. أي. جي لأنه "رأى أنه في ظل الظروف السائدة للسوق تمت إضافة التأكيد [وحجم التزامات إيه. أي. جي وتركيبها فلو وقع فشل غير منظم لإيه. أي. جي لهدد بشدة الاستقرار المالي العالمي، وبالتالي أداء الاقتصاد الأمريكي". وفاقمت ليمان بالتأكيد "ظروف السوق" هذه بشكل هائل. (المترجم)

(**) فصل في قانون الإفلاس في الولايات المتحدة يسمح بإعادة تنظيم كل الأعمال التجارية. (المترجم)

سعر الفائدة أكثر. وتمسكت اللجنة، بعد أن اضطرت أن تتخلى عن توقعها السابق بأن الاقتصاد سوف يشتد عوده فى الجزء الأخير من عام ٢٠٠٨، بتوقعها بحدوث تحسن فى بداية عام ٢٠٠٩. حتى بعد ثمانية شهور متواصلة من تقلص إجمالى الوظائف، والارتفاع الشديد فى معدلات حبس الرهن العقارى، لم ير الاحتياط الاتحادى فى البطء الاقتصادى كذروة للمخاطر. (أعلن بيان للجنة أن "مخاطر التقلص مقابل النمو ومخاطر التحسن مقابل التضخم كلاهما مصدر قلق كبير"). وأصر كثير من الاقتصاديين على التفكير فى الأزمة الاقتصادية فى الأساس على أنها مشكلة لوول ستريت. وأعلن جون مكين، المرشح الجمهورى للرئاسة أثناء جولته الانتخابية فى جاكسونفيل، بولاية فلوريدا "أساسيات اقتصادنا قوية". وارتد هذا التعليق الهوفرى(*). إلى منافسه باراك أوباما ليتخذ منه دليلاً واضحًا على أن مكين لا يدرى ما يقول. والأزمة الآن مصدر رئيسى للأنباء فى الحملة الانتخابية، مزحزحة الحرب فى العراق عن مكانها، وهى القضية التى كان مكين، ذو الطابع العسكرى، معداً لها على أفضل ما يكون، مما جعل الانتخابات تميل لصالح الديمقراطيين.

وانهى وول ستريت يوم الثلاثاء مرتفعًا. وارتفعت الأسهم مدعومة بمكاسب مورجان ستانلى وجولدمان، والمصرفيون وانتهم الجرأة، ليس للمرة الأولى، بأن يأملوا أن تكون الأزمة قد استقرت عند قاع النهاية. ومضى التفكير على نحو أنه، مع انتفاء القلق فى إيه. أى. جى.، قد يعود التمويل إلى طبيعته. بل إن ديفيد فينير، المدير التنفيذى فى جولدمان، أخبر زوجته التى كانت فى كاليفورنيا، تقضى ما كان من المفترض عطلتهما، بأنه قد يستطيع أن يلتحق بها فى عطلة نهاية الأسبوع.

وفى الصباح التالى، اتصل هاتفيًا ليسحب وعده. فالأسهم كانت تهبط لثانى مرة فى ثلاثة أيام. وكانت مورجان ستانلى تحت هجوم فعلى من صناديق التحوط. وتم

(*) فى إشارة إلى الرئيس الأمريكى هربرت هوفر الذى عاصر فترة الكساد الكبير فى ثلاثينيات القرن الماضى. (المترجم)

اكتساح صناديق أسواق المال بمطالبات الاسترداد. وجعلت طلبات الأسترداد الصناديق تلغى عملياتها الطبيعية فى شراء الأوراق التجارية - وهو مصدر محورى لتمويل الأنشطة الاقتصادية اليومية. ومع الإنقاذ الذى قام الاحتياط الاتحادى، كان النظام المالى يتفكك.

الفصل الخامس عشر

حرب صناديق التحوط

أصبحنا قلقين بشأن الانخفاض المفاجئ وغير المسبب فى أسعار الأوراق المالية.

كريستوفر كوكس، رئيس لجنة البورصة والأوراق المالية، ١٨ سبتمبر أيلول، من عام ٢٠٠٨.

مع إفساح ليمان وميريل للطريق، تحوَّل تركيز قلق وول ستريت على مورجان ستانلى. وكان جون ماك، كبير المديرين التنفيذيين، أشبه بديك فولد، شخص يقدم على المخاطر بشكل واضح ويمتلئ ولاءً لشركته. ونشأ ماك فى مورسفيل فى نورث كارولاينا، حيث كان والده المهاجر اللبنانى يدير متجر بقالة، وتعلم ماك فى جامعة دوك، وعين تاجر سندات فى مورجان ستانلى، عندما كانت شركة خاصة محكمة النسج فى عام ١٩٧٢. وكان مديرًا مهيبًا. لقد وبخ ذات مرة تاجرًا بشدة لأنه أبقى رجل توصيل البيتزا ينتظر نصف ساعة، وهو ما آذى إحساسه بشأن الكيفية التى يجب أن يتعامل بها مهنى من مورجان ستانلى. ومع كل تفانيه هذا، غامر بأعلى فرع فى الشركة وأشرف على عملية اندماج فى نهاية التسعينيات مع دين ويتر، ديسكفر، وهو صندق تحوط تعاونى ومنشأة تجارية لبطاقات الائتمان. وعزف الاندماج على وتر تقليعة "السوبرماركت المالى"، وحطم ما بقى من روح الشراكة لمورجان ستانلى. فى

عام ٢٠٠١، تم تنحية ماك جانبًا. وأدار بنكًا منافسًا لعدة سنوات لكن في عام ٢٠٠٥، عندما كانت مورجان ستانلى تتحرك بنشاط، عاد ليديرها. ومرة أخرى في اتباع للتقليعات، رفع مستوى مخاطر الشركة وتوسع بجرأة في الرهون العقارية. وسوف يكلفه كلا الإجراءين[٣٦٨].

وفي ١٧ سبتمبر أيلول، في يوم الأربعاء التالي لفشل ليمان، سحب مئات من زبائنه في صندوق التحوط حساباتهم. وكان كثيرون من الصناديق نفسها يبيعون على المكشوف أسهم مورجان ستانلى التي انخفضت بنسبة احتضارية بلغت ٢٤ في المئة بسبب هذا في يوم واحد. وانتشرت شائعات أن البنك الاستثماري كان يخرج من النشاط الاقتصادي، وارتفعت العلاوات السعرية على ديونها إلى مليون دولار، وهو مستوى يشير إلى أن مورجان ستانلى سوف تكون قريبًا التالية لليمان[٣٦٩]. وبيع نحو ٤٠ مليون من أسهمها على المكشوف، في انهيار تسبب فيه إشاعة بلا أساس وأيضًا بسبب خوف صحيح[٣٧٠]. وسواء كان ما قاد إليه الفضيلة أم الرذيلة، فالأسواق تستغل دومًا نقطة ضعف ما.

وتلقى أحد مدراء صناديق التحوط اتصالا هاتفيًا من شخص يعرفه في مورجان ستانلى يشكره على عدم سحبه للأصول. وهذا أزعج للغاية مدير صندوق التحوط، واتصل بجيه. بى. مورجان المنافسة ليحول حسابه. لكن جيه. بى. مورجان كانت مزدحمة؛ فلابد من فترة انتظار حتى يتسنى الدخول. وعانى مدير صندوق التحوط المحنك ما يشعر به دومًا أى مودع يهرع إلى البنك: خوف حاد. وأذكت شبكة سى. إن. بى. سى. الإخبارية النار بإبرازها عنوان يقول: "هل مورجان ستانلى هى التالية؟"

كانت الشركة تنزف في نشاط يدر عادة أرباحًا كبيرة. وكانت خدمة صناديق التحوط التى اشتهرت "بالوساطة الممتازة" مربحة بشكل هائل لمورجان ستانلى ولآخرين. وكان هذا في جانب منه يرجع إلى أن صناديق التحوط أودعت أوراقها المالية مع البنوك التى استخدمتها في المقابل لتوليد سيولة زائدة. (وبعبارة أخرى، ساعد وول

ستريت فى تمويل نفسه بفائض احتياط زبائنه). والآن، ومع كل صندوق يريد أن يخرج، كانت مورجان ستانلى تنضب من هذه السيولة. ولأن الصناديق تميل طبيعيا إلى سحب الأوراق المالية الأكثر سيولة، مثل سندات الخزانة، تُركت مورجان ستانلى كى تمول قسطًا أكبر من الائتمان الأكثر خطورة. ومع عدم قدرتها على تلبية طلبات الصناديق بالحصول على النقد، اضطرت إلى إبطاء الدفع للعملاء، مما زاد من سرعة الاندفاع إلى أبوابها.

واستغلت جيه. بى. مورجان ببرود ضعف منافستها بمحاولة الحصول على حساباتها. وحدق الثنائى مورجان فى إحداهما الأخرى من جانبين متقابلين على الحدود بين البنوك الاستثمارية والتجارية - وهو مرادف خط ماسون - ديكسون(*). فى وول ستريت(**). وفى الماضى القريب كان لمصرفى الاستثمار المزودون بالمال اليد

(*) هو خط أنشأه الفلكيان والمساحان الإنجليزيان تشارلز ماسون وجرمايا ديكسون، بين عامى ١٧٦٣ و١٧٦٧، كحد يفصل بين مستعمرتى ماريلاند وبنسلفانيا الإنجليزيتين لوقف النزاع القائم بين آل بالتيمور وآل بين، ملاك ماريلاند وبنسلفانيا. (المترجم).

(**) مع أنهما منفصلان تمامًا اليوم، لكن مورجان ستانلى وجيه. بى. مورجان تشيز ينحدران من جيه. بى. مورجان أند كو. وفى نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، كانت الأخيرة فى طليعة وول ستريت- خططت لعدد من الكونسورتيوم للسكك الحديدية والصلب، وكانت مصرفًا بارزًا للأغنياء ومكتتبًا بارزًا. لكن خلال فترة الكساد، أُشير إلى تورط البنوك فى ترقية وول ستريت كسبب للانهيار. وفى عام ١٩٣٣، سن الكونجرس قانون جلاس - ستيجال الذى أجبر البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية على الانفصال. وفُصلت مورجان ستانلى لتصبح شركة مستقلة. بينما استمرت جيه. بى. مورجان لتكون مؤسسة إيداع ينظمها الاحتياط الاتحادى، وكانت مورجان ستانلى تُمول عبر عمليات الاقتراض قصيرة الأمد - وهو تمييز محورى استمر حتى القرن الحادى والعشرين. ومع اندماجها مع دين ويتر فى تسعينيات القرن الماضى، احتفظت مورجان ستانلى بشخصيتها مكتتبا من الطبقة العليا، ومستشارا فى عمليات الاندماج والاستحواذ. وظل جيه. بى. مورجان لسنوات مصرفًا تجاريًا مرموقًا وإن كان محافظًا. وفى نهاية تسعينيات القرن الماضى، ومع إبطال قيود قانون جلاس - ستيجال تدريجيًا، انتقل إلى التجارة. وبعد أن أضعفه تعثره فى عدد من الخطوات، استحوذ عليه تشيز فى عام ٢٠٠٠ (واحتفظ باسم مورجان). واستمرت مشاكل البنك، وفى عام ٢٠٠٤، أبرم صفقة مع بنك وان، وجاء بجيمى ديمون إلى المجموعة. وبعد ذلك، تحسن أداء جيه. بى. مورجان تشيز. (المترجم)

العليا، في حين كان ينظر لمصرفي البنوك التجارية باعتبارهم بطيئي الحركة ويعوزهم البريق. وفي انقلاب مفاجئ، تم إجلال البنوك التجارية لرأس مالها الكبير، ولعبير الأمن الذي يفوح من الشركات المنضوية تحت مظلة الاحتياط الاتحادي.

كان ماك، في الوقت ذاته، يقاتل على ثلاث جبهات. طاف الكرة الأرضية من أجل رأس المال، وحشد الدعم بحماس في واشنطن ليحصل على مساعدة، وانتصف من منافسين جيدي التسليح. واحتج لجيمي ديمون أن جيه. بي. مورجان تسرق عملاءه في صناديق التحوط؛ فقد أجرى اتصالات مشابهة إلى تجار المقايضات. وفي يوم الأربعاء نفسه، اتصل بكريس كوكس في لجنة البورصة والأوراق المالية، وأيضًا بنائبي نيويورك في مجلس الشيوخ الأمريكي، هيلاري كلينتون وتشارلز شومر، ليطالب بأن تتدخل اللجنة ضد البيع على المكشوف. واتصل هاتفيًا بلويد بلانكفين، الذي تمسك قبل أيام قليلة ماضية بأن القيود على البيع على المكشوف لم تكن ضرورية. والآن مع انخفاض أسهم جولدمان ١٤ في المئة يوم الاربعاء، وفي حين شركته تعاني أيضًا درجةً من الصراع على الأصول، انضم بلانكفين إلى حملة حشد الدعم. وأثار كلا البنكين مع جايتنر فكرة التحول إلى بنك تجاري - وهي إستراتيجية أخرى أثارها في السابق ليمان.

كان المسؤولون أكثر استجابة بشكل ملحوظ لماك وبلانكفين، من استجابتهم لديك فولد. فهم يستطيعون العيش مع فشل ليمان، لكن لا يستطيعون ذلك مطلقًا مع فشل وول ستريت. كانت درجة حرارة الشركات ترتفع أيضًا. وصرخ لاري فينك، كبير المديرين التنفيذيين، في كيندريك ويلسون، مستشار بولسون، قائلا: "المشكلة الحقيقية تبدأ؛ عليكم أن تفعلوا شيئًا". وعلم ويلسون في ذاك اليوم أيضًا بشأن أمناء صناديق المال الذين حذروا من عمليات استرداد جماعية. وبعد التفكير في الطريقة التي ينتقل بها الائتمان من شركة لشركة، بدأ ويلسون يخشى انهيار نظام الظل المصرفي. وألقى بمخاوفه إلى بولسون، وفي وقت متأخر من صباح الأربعاء، وافق بولسون وبرنانكي وجايتنر على أنه يتعين عليهم أن يتوصلوا إلى خطة لإنقاذ أسواق المال[٢٧١].

واستضاف البنك المركزى دعوة أخرى بعد الظهيرة، وكانت هذه المرة لبحث سلامة البنوك الاستثمارية[٣٧٢]. وامتنعت الشركات المالية عن التعامل حتى مع أسود التمويل السابقين؛ والمصادر الرئيسية لسيولة وول ستريت، مثل فيدليتى، وبى. أى. إم. سى. أو وبلاك روك، كانت تسحب الأوراق المالية وقروض الريبو. ودفع هذا الأزمة الائتمانية فى اتجاه جديد مروع. وزعزعت فكرة أن الشركات لن تقرض، ولا حتى مع توافر ضمان، كل مبادئ المصارف. ولم يتوقع الاحتياط الاتحادى قط مثل هذا التحول. وبدءًا من أسواق الائتمان ومن النظام المصرفى إلى صناديق المال، كان وول ستريت يتفكك، وكانت مكوناته كما لو أنها بيض يجرى بعد أن خرج من مأمنه الدافئ ليتدحرج فى فوضى فى وول ستريت.

وأملا فى إلقاء نظرة من أرض المعركة، أنفق بولسون شطرًا كبيرًا من اليوم يتحدث إلى ماك وكبار مدراء تنفيذيين آخرين يثق فيهم–بلانكفين من جولدمان، وجيفرى إميلت من جنرال اليكتريك، وفريد سميث من فيديكس، وجيمى ديمون. وصرخ فى كل واحد قائلا: "ما الذى تراه؟" ودخل مسؤولون من درجة أقل وخرجوا، أو بقوا فى ركن من أركان مكتب بولسون. واستمرت اتصالات مسؤولى الاحتياط الاتحادى. وفى نظر أحد المشاركين، كان اليوم والأيام القريبة منه، كما لو أنه مؤتمر بالهاتف وحيد طويل الأمد فيما يبدو، مثل كرب مبهم. كان كل اتصال أزمة؛ وكل لبنة فى جدار التمويل مفككة. ومع التلطيف المفترض الناجم عن إنقاذ إيه. أى. جى، انخفض سوق الأسهم ٤٥٠ نقطة، وبانخفاض نسبته أربعة فى المئة.

أثبت تحذير ويلسون بشأن أسواق المال نفاذ بصيرته. وسحب المستثمرون، فى يوم الأربعاء ذاك، عشرات المليارات من الدولارات. ولعبت صناديق المال والبنوك دورًا مشابهًا، حيث جمعت مدخرات الأفراد وأقرضتها إلى الصناعة. وكان هشاشتها نذير شر، مما يذكر بالهروع إلى سحب الودائع من البنوك فى ثلاثينيات القرن الماضى.

وحول المستثمرون الذين تركوا صناديق المال (وأنواعًا أخرى من القروض) بشكل جماعى إلى أوراق مالية حكومية(٣٧٣). وانخفضت أسعار الفائدة على سندات الخزانة لمدة ثلاثة شهور إلى ٠,٠٢ من النقطة المئوية، أى صفر فعليًا. وكان المستثمرون خائفون للغاية لدرجة أنهم كانوا راغبين فى قبول عائد يساوى صفرًا، فى مقابل السلامة. وبالإضافة إلى هذا، انتشرت الأزمة الأمريكية. واضطرت إنجلترا إلى التوسط فى عملية بيع طوارئ لأكبر مقرض لديها للرهون العقارية، إتش. بى. أو. إس. وسارعت الصين وروسيا إلى المضى قدمًا فى إنقاذ بنوكها. ورد برنانكى، فى تحرك بالتنسيق مع المصرفيين فى البنوك المركزية فى أوروبا وإنجلترا واليابان، على مستوى غير مسبوق، بإضافة مئات المليارات إلى معين الدولارات المتوافرة للديون فى الخارج. لكن الهلع الدولى كان قد انتشر. فى بداية الثلاثينيات، ساعدت عدوى دولية فى مفاقمة الكساد الكبير وإطالة أمده. وقرر برنانكى، ضابطًا إيقاعه على الأصداء التاريخية، أنه رأى ما يكفى(٣٧٤).

وفى وقت متأخر من يوم الأربعاء، اتصل رئيس الاحتياط الاتحادى ببولسون. وشعر برنانكى، بعمق، أنه لم يعد بوسعهم الاعتماد على الاستجابات المرتجلة؛ فقد تعين عليهم أن يصيغوا سياسة. وقال، كما لو أنه شريك ماكر: "أنصت، لا يمكننا القيام بهذا بعد"، وأومأ كيڤين وارش مؤيدًا. وأكد برنانكى، وهو يستند على الهاتف، مضيفًا نبرته الناعمة والمعقولة بكل ما تحمله من أهمية "هانك... يتعين عليك أن تذهب إلى الكونجرس". وعلى الطرف الآخر كان بولسون صامتًا.

وبالنسبة إلى برنانكى، فان أفضل مزية جديرة بالثناء فى تكنوقراط الصفقة الجديدة(*). هى رغبتهم فى التجريب – أى تجريب ترياق للسم فى النظام، وإذا فشل،

(*) مجموعة برامج اقتصادية دُشنت فى الولايات المتحدة بين عامى ١٩٣٣ و١٩٣٦ خلال الفترة الرئاسية الأولى للرئيس فرانكلين روزفلت. (المترجم)

يجربون غيره. الكثير فشل بالفعل، لكن المريض تعافى(*). كان هذا الإبداع التكتيكى هو ما كان يحث بولسون عليه. وفى صباح يوم الخميس ١٨ سبتمبر أيلول، سأل الرئيس مرة أخرى "هل ستذهب إلى الكونجرس معى؟" وتعجب بولسون، الذى كان اتفاقه فى الرأى يفور مثل حمم تغلى، فجأة "أوافق - ستذهب!"[٣٧٥]. وحسما أمرهما على أن يذهبا إلى الكونجرس فى ذاك اليوم. وأدرك الرجلان أنهما سيذهبان بالبلاد على مسار جديد، ومن ثم لا يمكن تخيله.

وكان مساعدو بولسون قد أعدوا منذ فترة طويلة خطة طوارئ - لم يتوقعوا أن ينفذوها- بموجبها تشترى الخزانة رهونًا عقارية من بنوك متعثرة"[٣٧٦]. وتمثلت الفكرة فى تحرير البنوك من الثقل القاتل للحركة، مما يسمح لها أن تبدأ عملية إقراض طبيعية. وفى الوقت نفسه، تتعافى الأسواق وتستطيع الخزانة أن تنقل محفظتها المالية إلى القطاع الخاص. لكن مثل هذا الحل لا يعالج افتقار البنوك لرأس المال (وهى نقطة عزف عليها رودريجيث المستثمر). وما دامت البنوك تفتقر إلى رأس المال، فإنها مضطرة إلى بيع قروض بدلا من إصدار قروض جديدة. ودفع البيع الأسعار إلى الانخفاض، وانخفضت أسعار المنازل بالفعل أكثر من الخمس"[٣٧٧]. وكان المنظمون بالطبع يعرفون أن ضخ رأس مال فى البنوك هو خيار- لكن، لأنه يرقى إلى مرتبة التأميم الجزئى، فقد كان خطوة جذرية بشكل مخيف.

وفى صباح يوم الخميس، مع بدء مسؤولى الخزانة فى وضع مسودة تشريع، أدركت نانسى بيلوسى، رئيسة مجلس النواب، بقلق أنها لم تسمع أخبارًا من بولسون فى الآونة الأخيرة، واتصلت لترى كيف تمضى أحواله. وجاءت الإجابة: "ليس حسنًا جدًا". وسألت بيلوسى إذا ما كان سوف يأتى فى اليوم التالى ليقدم إفادة للقيادة

(*) أجدى الدواء المبكر فى الصفحة الجديدة نفعا - المتمثل فى برامج الوظائف والإنقاذ الزراعى وفى مجال الرهون العقارية وإجراءات الحكومة المتعلقة بالميزانية فى ضخ أموال فى القطاع التجارى. ومن عام ١٩٣٣ إلى عام ١٩٣٧، انخفضت البطالة من النسبة الكارثية التى بلغت ٢٥ فى المائة فى نسبة ملموسة الانخفاض (وإن ظلت مقلقة) بلغت ١٤ فى المائة. وارتفع إجمالى الناتج المحلى بأكثر من النصف، لكن التصديق من الاحتياط الإتحادى وأيضًا إجراءات التقشف الحكومية جعلت الولايات المتحدة تهبط بشكل جديد وحاد فى عام ١٩٣٨. (المترجم)

الديمقراطية. وقال بولسون كما لو أنه يلقى بالرؤيا: "بحلول غد، قد يكون الأمر انتهى". واتفقا على أن يجتمعا فى ذاك المساء. ثم اتصل بولسون بالبيت الابيض.

وتواصل اضطراب سوق المال - وبحلول الخميس، سحب المستثمرون ٢٠٠ مليار دولار، واضطر بوتنام برايم، وهو اسم نوع جديد من الصناديق غمرته عمليات الاسترداد، إلى الإغلاق"(٣٧٨). وجعل هذا أزمة الائتمان تنتقل من وول ستريت إلى الشارع التجارى. ومع فرار المستثمرين، تعين على الصناديق أن يفرغوا ما لديهم من الأصول، وخسرت الشركات الأساسية مصدرًا أساسيًا للائتمان. وارتفعت بشدة أسعار الفائدة على الأوراق المالية، ولم يستطع الكثير من الشركات أن تقترض بأى سعر. وشركه إيه. تى. آند تى، صاحبة الأسهم المرموقة، التى تمول نفسها عادة بالأوراق التى أجلها ٣٠ يومًا، تقلصت لتعيش على المبالغ الضئيلة من الائتمان لليلة واحدة.

لاعتماد الشركات الأمريكية على صكوك "أنا مدين لك" جذورها فى الثورة الفكرية التى أشعلها إزالة القيود المالية فى نهاية السبعينيات وبداية الثمانينيات. فمع بزوغ عصر الأسواق، وضع أكاديميون نظرية الأسواق المثالية (أو كما كانوا يقولون "كفوء") التى تعتنى فيها إدارة المخاطر عمليًا بنفسها. وبشر الآباء الروحيون لنظرية السوق الكفوء، وتحديداً مايكل ينسين من جامعة هارفارد، مدرسة الاقتصاد، بإنجيل تعظيم كل أصل فى كل حال، بنتيجة منطقية مفادها أنه من المضيعة لموارد حامل السهم أن يحتفظ بمال وقت الشدة - بعض النقد الفائض عن الحاجة - فى الخزانة. ووفقًا لهذه النظرية التنظيرية، تتدفق السيولة دومًا إلى المكان التى تكون فيه مطلوبة على أقصى ما يكون، لذا، فحتى الإفلاس، إذا حدث، فليس هناك ما يُخشى منه، لأنه سوف يحدث تعديلا رياضيًا للأصول، فالدائنون يحلون محل حملة الأسهم، تحت أعين السوق العليمة. وهذه بالتأكيد نظرية لم تواجه قط النشاط الاقتصادى الواقعى! ورأى ينسين وأنصاره شبكات من الحسابات الباردة؛ ولم يستشرفوا مهرجانات البائعين على المكشوف المتنمرين أو الهلعين. وفكرة أن العجز عن السداد قد يزعزع استقرار الشركات ويؤدى إلى عمليات أخرى من

العجز عن السداد، وأن هناك حلولا مضطربة، غير مثالية، يضعها فى قلب الليل مسؤولون محرومون من النوم، لم تكن جزءاً من حسابهم للتفاضل والتكامل"(*). ورغم هذا أخذ أمناء صناديق الشركات النظرية كإنجيل؛ وقبلوا مثالية السوق ووضعوا أنفسهم تحت رحمته. وعندما تجمد السوق، كانوا يستقتلون على النقد.

ومما فاقم الأزمة أن الشركات التى كانت تعتمد على البنوك الاستثمارية اضطرت إلى البحث عن تمويل فى أماكن أخرى. فعلى سبيل المثال، لم تعد فورد موتورز تستطيع أن تقترض من ليمان براذرز. وذهب مثل هؤلاء العملاء إلى بنوكهم ليسحبوا من خطوطهم الائتمانية. لكن البنوك لم تكن مستعدة لإرضاء جميع الزبائن فى الوقت نفسه. كانت هذه نسخة بالجملة من المسارعة إلى البنوك لسحب الأرصدة. وسحب عملاء مورجان ستانلى تسهيلات لا يحتاجونها لمجرد أن يكون معهم النقد فى أيديهم – مما ضغط أكثر على السيولة المتضائلة للبنوك"(٣٧٩).

فى صباح الخميس، خاض جون ماك حربه ضد صناديق التحوط فى العلن. وفى اجتماع لمورجان ستانلى فى مبنى البلدية، هاجم البائعين على المكشوف، مؤكداً على "أننا فى سوق اليوم فيه الإشاعات والغمز أكثر قوة من النتائج الواقعية". وفى محاولة لتحفيز القوات، أضاف: "يؤلمنى أن أذهب إلى الساحة وأرى ما تبدون عليه"(٣٨٠). وتلقى أسئلة من الحشد وسأل ستيفن روتش، اقتصادى الشركات الذى يحظى باحترام كبير، السؤال النهائى: "الكثير من هؤلاء البائعين على المكشوف من عملائنا. ماذا تقول إذا كنت فى غرفة معهم؟" قال ماك إن إجابته ستكون غير قابلة للنشر.

(*) رد هارفى ميلر، محامى الإفلاس، بجرأة على ينسين، فى حديث عام ١٩٨٣ فى نادى مدرسة هارفارد الاقتصادية فى نيويورك، دافعاً بأن الشركات المعرضة لعمليات انحدار دورية، مثلما حدث للثلاثة الكبار صانعى السيارات، يجب أن تحتجز دوماً أموالا لأيام الشدة. ورد الجمهور المزيد لينسين بتعبير هارفاردى عن عدم الموافقة. (المترجم)

كان روتش محقًا، رغم هذا، فقد كانوا عملاء مورجان ستانلى. وكانت الحرب مع صناديق التحوط هى حرب وول ستريت مع نفسه، فهى تمرد ضد خدعة تمويلية حاكتها البنوك واستغلت لفترة طويلة. وبعد الاجتماع، قدم روتش عرضًا مقررًا لجوليان روبرتسون، المؤسس الأسطورى لتايجر مانجمنت. كان روبرتسون غاضبًا من حملة ماك لتقليص البيع على المكشوف. وقال الرجل الكيس القادم من نورث كارولاينا (فقد ولد فى ساليسبيرى التى تبعد مقدار نصف ساعة بالسيارة عن مكان مسقط رأس ماك)، مستشيطًا غضبًا لروتش: "هل تعرف رجلا يدعى جون ماك؟ حسنًا، فلتخبره أن حملته على البيع على المكشوف سوف تكلفه الأوزة التى تضع البيضة الذهب. صناعة صناديق التحوط أدرت عائدات حركت نشاط الوساطة الممتاز لمورجان ستانلى".

وأجاب روتش بهدوء: "صحح لى إذا كنت مخطئًا، لكن فى أزمة أسهم السوق، فى عام ١٩٨٧، كان لدى الكثير من صناديق التحوط، ومنها تايجر، مشكلات فى السيولة. كنا هناك لمساعدتكم".

ورد روبرتسون بدفق من الألفاظ النابية: "عليك فحسب أنت تخبر السيد ماك أن أموالنا قد ذهبت".

لم يكن ماك نادمًا. كان لدى مورجان ستانلى تحليلات لسجلات التعاملات تشير بقوة إلى أن كثيرًا من الصناديق التى تبيع أسهمها على المكشوف كانت ترفع أيضًا سعر مقايضاتها الائتمانية. وكان المركب قاتلا ومن المفترض أنه عمدى. وخلال التعاملات يوم الخميس، هبطت الأسهم إلى أقل من ١٢ دولارًا (نزولا من ٤٠ دولارًا فى بداية الشهر). مع أنها عاودت الصعود فى وقت لاحق من اليوم. وفى الوقت نفسه، كانت صناديق التحوط تستنزف من الشركة ١٠٠ بليون دولار من السيولة[٣٨١].

حتى جيه. بى. مورجان كانت تتراجع، إما احترامًا لماك أو بسبب أن اللعبة كانت تخرج عن نطاق السيطرة. وأصدر ستيف بلاك وبيل وينترز، الشريكان فى رئاسة البنك الاستثمارى لمورجان، مذكرة تحذر الموظفين من ألا يعتمدوا "على السلوك غير

المنطقى فى السوق نحو بعض تجار الوساطة الأمريكيين". وفى إشارة بالاسم إلى جولدمان ومورجان ستانلى، وجه بلاك و وينترز اللوم قائلين: "لا نريد أن يتقرب أى حد إلى زبائنه أو موظفيه بطريقة افتراسية". وأقر جيمى ديمون بأن الانخفاض فى أسهم منافسه ببساطة غير منطقى[٣٨٢].

كان أفضل دفاع لماك هو جمع رأس المال. وفى ديسمبر كانون الأول السابق، أثناء نوبة بيع حصة فى رأس المال فى وول ستريت، باع مورجان ستانلى حصة إلى هيئة الاستثمار الصينية (وهى ذراع للحكومة الصينية)، ودعا ماك الآن نائب رئيسها بأن يأتى إلى نيويورك فى عطلة نهاية هذا الأسبوع.

وبلغ أسماعه كلام من روبرت ستيل، المعاون السابق لبولسون، الذى كان يدير واتشوفيا، والذى جاء برسالة مثيرة لحب الاستطلاع: الحكومة أرادت شركاتها أن تستكشف عملية اندماج. وتخيل كيفين وارش، من الاحتياط الاتحادى، (وهو مدير تنفيذى سابق لمورجان ستانلى)، واهمًا، أن البنكين المعرضين للخطر قد يسند أحدهما الآخر، مثل سكارى الرصيف. كانت المزاوجة منطقًا بديهيًا. وكان لدى مورجان ستانلى بنك استثمارى من الطبقة الأولى لكن تمويل مترنح؛ وكان لدى واتشوفيا قاعدة كبيرة من الودائع. لكن ماك كان حذرًا. ومع الأخذ فى الاعتبار أن واتشوفيا كان تمتلك ١٢٠ مليار دولار تقريبًا من خيار الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل، (وهى الآن الثمرة المرة لاستحواذها على جولدن ويست)، فقد كان فى حاجة إلى تقدير خسائرها قبل أن يمضى قدمًا.

وبعد ظهيرة يوم الخميس، وصل فريق من واتشوفيا محملا ببيانات فى مقر مورجان ستانلى فى وسط المدينة. وكى يتجنبوا كاميرات الأنباء، مروا خفيةً عبر مدخل جانبى. وفى هذه الليلة، فتح مورجان ستانلى الباب على الرهون العقارية لواتشوفيا البالغ عددها ٤٠٠ ألف وأحصى خسارة قُدرت بنسبة ٣٠ فى المئة، وليس ١٢ فى المئة كما أشارت واتشوفيا. ولم يستطع مورجان ستانلى أن يتحمل خسائر بمثل هذه الضخامة دون مساعدة من الحكومة. لكن إذا لم تستطع أن تجد شريكًا، فالهرولة على

ببيع أسهمها من المفترض أن تستمر. واتصل ماك، الخائف بشكل يفوق الوصف، بمحاميه، إيد هيرليهى، واسع المعارف الشخصية. ودفع ماك بأن النشاط الاقتصادى لشركته سليم، لكن ليس لديها إلا يومين أو نحو هذا من الأيام فقط من السيولة. وأعلن فجأة "فلتخبر أصدقاءك فى الخزانة أن هذا خطير... قد نخرج من النشاط الاقتصادى يوم الثلاثاء!"(٣٨٣).

وفى يوم الخميس، أطلقت جولدمان ساكس أيضًا دعوة إلى جمع المال موجهة إلى وارين بافيت. ورغم أن جولدمان فى شكل أفضل من منافستها، فليس سرًا أنه إذا فشلت مورجان، ستكون جولدمان الهدف التالى. وكانت سيولتها تجف ببطء أكبر، لكنها كانت تجف على أى حال؛ وتعين على بعض الشركات أن توقف التعامل معها، فى حين البعض الآخر، سواء من باب الولاء أو خوفًا من أن يخلق اضمحلال جولدمان كارثة عامة، تعهد بتقديم الدعم. وأغلقت أسهمها يوم الخميس عند ١٠٨ نقاط منخفضة ٧٢ نقطة عن قبل شهر. ومع وصول مقايضات العلاوات السعرية على ديون جولدمان إلى ٥٠٠ ألف دولار، كان السوق يعامل جولدمان كما لو أنها خط الحدود الوحيد الذى يمكنها تمويله. وفى مثل هذه الحالة الضعيفة، تستطيع الشركة أن تعيش لفترة أسابيع، لكن ليس أطول على الأرجح. ولأول مرة كان الشركاء قلقين(٣٨٤).

وأحيا لويد بلانكفين، كبير المديرين التنفيذيين، فكرة كان مورجان ستانلى قد طرحها أيضًا، وهى أن تصبح شركة مصرفية قابضة. وأثناء استقالة بولسون من منصبه ككبير المديرين التنفيذيين لجولدمان، بحثت الشركة بشكل دورى الاندماج مع بنك تجارى كبير. لكن جولدمان، الرشيق بموازنة أصغر، حصل على عائدات أعلى من تلك التى حصدها عمالقة مثل سيتى بنك(*). وكان الأخير راكدًا فيما يبدو ولديه فائض

(*) كان جولدمان يمتلك بالفعل بنوكًا إيداعية فى الولايات المتحدة وأوروبا وكلاهما نسيب متواضع للشركة إجمالا. (المترجم)

من رأس المال، وفضل جولدمان الاحتفاظ بهويته بوصفه بنكًا استثماريًا أذكى وأكثر خفة. وفي الحقبة التي يبزغ فجرها الآن، على أي حال، فعبارة "الكثير جدا من رأس المال" هو جمع لمتناقضات. فالشركات الضعيف رأسمالها كانت تحتضر.

ولم تقتصر الأضرار على البنوك الاستثمارية؛ فالبنوك التجارية التقليدية كانت تعاني أزمة أيضًا. (وبمصطلحات مبسطة، كان لدى البنوك الاستثمارية الكثير جدًا من الأوراق المالية للرهون العقارية والبنوك التجارية كان لديها أيضًا الكثير جدًا من الرهون العقارية). وكان واشنطن ماتشوال، أكبر بنك ادخارى فى البلاد، يعانى فقدان السيولة لأن المودعين سحبوا الأموال، وكانت واتشوفيا تمر بإكراه بالتهديد مماثل. ومع تزلزل كل جانب من أركان النظام، لم يكن هناك شك فى أن الخزانة سوف تقترح مشروع قانون واسع النطاق لإنقاذ النظام المصرفى الأمريكى.

بالطبع، كان أحد الأفكار هو السعى للحصول على ترخيص للاستثمار فى البنوك المتضررة مباشرة. وكان بولسون أكثر ارتياحًا تجاه العلاج الأقل تطرفًا لشراء قروض البنوك الخاصة بشراء منزل قيمته أعلى من سعر السوق (*). وكان للاستثمار المباشر نكهة سيطرة الدولة. وخشى بولسون أن يخيف المستثمرين، ويفاقم خفض أسعار أسهم البنوك، ويثير معارضة سياسية. فأمريكا، وبين الساحلين بخاصة، لديها تقليد طويل الأمد من النظر إلى تدخل الحكومة فى النظام المصرفى بريبة.

وبعد ظهيرة يوم الخميس، هرول بولسون وبرنانكى إلى البيت الأبيض. واجتمعا بالرئيس فى غرفة روزفيلت التى حملت اسم الرئيسين روزفيلت، تيودور وفرانكلين،

(*) underwater mortgage قرض لشراء منزل سعره أعلى من قيمته فى السوق الحرة، وفى هذه الحالة لا يستطيع مالك المنزل بيعه ما لم يدفع الخسارة من جيبه، ولا يستطيع مالك المنزل أيضًا إعادة التمويل فى معظم الحالات. وإذا أراد المالك بيع المنزل لأنه لا يستطيع دفع أقساط القرض، يتم حبس الرهن العقارى ما لم يستطع التفاوض بشأن القرض. (المترجم)

وكلاهما بطل فى الإصلاح المالى. وأكد برنانكى على أن الهلع المصرفى، إذا سُمح به دون تحكم، قد يؤدى إلى تدهور اقتصادى عام، يكون له آثار حادة على الأمريكيين العاديين. وطالب بولسون بسلطة واسعة، مع أنه ركز على استخدامها فى بيع الأصول، وليس فى شرائها.

واستفسر الرئيس: "هل أنت متأكد من أن ليس لديك السلطة لفعل هذا؟ لأنه إذا تعين عليك الذهاب إلى الكونجرس فسوف يجعلونك تقول: إن هناك أزمة" [٢٨٥]. كان بوش منعزلاً عن أزمة الرهون العقارية فى جولاتها المبكرة، لكنه استشعر الآن أن الانهيار فى وول ستريت، وليس الحرب التى لا تنتهى فى العراق، قد تحدد مزاج البلاد عندما يخرج من المكتب البيضاوى، وتساعد فى رسم شكل لتركته. وعندما انتهى الاجتماع، تخلف بوش مع المسؤولين. ووضع يده على كتف المساعد الصحفى لبولسون وتشدق مطمئنًا، وقال: "سوف تحصلون على هذا. افعلوا أيها الرجال ما يتعين عليكم فعله؛ سوف نتولى أمر الكونجرس".

فى هذه الليلة، قدم بولسون وبرنانكى إفادة لقيادة الكونجرس (والاجتماع المزمع مع بيلوسى تحول إلى جلسة أمام الحزبين). وبعد وضع القوة الكاملة للبنك المركزى فى خدمة مقترح بولسون، حذر برنانكى المشرعين المجتمعين من كارثة إذا لم تتم الموافقة على التشريع. لكن الكونجرس كان لديه مخاوفه. كان المشرعون الذين تمتلئ أذهانهم بفكرة اقتراب الانتخابات غير متحمسين لمنح موافقتهم على خطة لإنقاذ مصرفيين، وكانوا مرتابين فيما يبدو أن الأمريكيين العاملين كان لديهم الكثير فى مشروع القانون هذا على المحك.

واقترحت الحكومة بشكل متزامن أربعة إجراءات للإنقاذ بعد أن عزمت على التصعيد فى هجوم منسق. وأصدرت لجنة البورصة والأوراق المالية أمرًا طارئًا يحظر مؤقتًا البيع على المكشوف للشركات المالية، وآخر يعزز حبس الرهون العقارية عن طريق صناديق التحوط. (وفى وقت مبكر من اليوم، حظرت بريطانيا البيع على

المكشوف للأسـهم المالية) (*). وقدم برنانكى أيضًا إمكانية إقراض جديدة بموجبها يشترى الاحتياط الاتحادى أوراقًا مالية تجارية عالية الجودة من البنوك. لكن هذا كان إجراء آخر لزيادة السيولة - قدرة البنوك على الاقتراض. وكانت خطة الإنقاذ نفسها، التى استشرفت قناة حكومية لشراء قروض، مرسومة لتعزيز السيولة. ولم تعالج أى من الإجراءات رأس مال البنوك.

واهتم المرسوم الرابع بصناديق أسواق المال. وعكفت الخزانة طوال الليل يوم الخميس على خطة لتكفل مؤقتًا مستثمريها - وهو تدخل غير مسبوق فى الأسواق الخاصة. وحاول مدراء الصناديق أن يثنوا الخزانة عن إعلان الضمان الذى كانوا يخشون أن يجعل الصناعة تبدو ضعيفة. وأشار مسؤول يدعى ديڤيد ناسون قائلا: "أنا لا أطلب إذنًا. عليكم أن تخبرونى كيف أقوم بهذا العمل". لم يكن عمل بعد على التفاصيل فى صباح الجمعة، لكن الخزانة،

أملا منها فى وقف حالة الهلع، أعلنت الضمان على أى حال. وفى الحال، سمع ناسون من بولسون الذى كان مهتاجًا بشكل كبير بسبب اتصال من شايلا بير، رئيسة الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع. وأشارت بير، محقة، إلى أنه إذا قامت الحكومة بحماية صناديق المال فسوف يسحب المودعون الأصول بعيدًا عن البنوك. وأضعف دعم أحد الحذائين الحذاء الآخر. لذا أعاد ناسون تنظيم الخطة: لن تتم حماية إلا ودائع صناديق المال القائمة بالفعل؛ ولن تتم حماية المستثمرين الجدد. ومن ثم، فلا حافز للتحويل.

(*) جادلت صناديق التحوط أن البائعين على المكشوف ليسوا إلا رسلا الضائقة المالية وليسوا وكلاءها. والحجة راسخة، ومع الأخذ فى الصعوبة الكامنة فى تفكيك تحركات سوق الأسهم، فلا يمكن حسمها على الأرجح. ولا يكاد يكون للجنة البورصة والأوراق المالية على أى حال وقت لرفاهية إجراء تحقيق معرفى فى القضية وتأثيرها. وفى غمرة هلع للسوق، تطلبت اليقظة أن تتخذ إجراء وقائيًا، وكان وقف البيع على المكشوف للأسهم وسيلة مقبولة لإلقاء "الرمل فى تروس" سوق محموم بشكل زائد. ومما لا جدال فيه، مع هذا، مضت اللجنة بعيدًا. وبدأت قائمتها للحماية مع ٧٩٩ سهمًا ونمت إلى أكثر من ١٠٠٠ سهم متضمنة شركات بعيدة عن مجال التمويل. (المترجم)

ومولت الخزانة الضمان بتوسيع معنى سلطتها وبالسحب من مخزون احتياط مخصص لمشتريات العملة الأجنبية. وانتقت هذا المخزون على أساس معيار بسيط: كانت الخمسين مليار دولار المتاحة الوحيدة. ولم يكن بولسون، الذى ولد من جديد باعتباره من متبنى التدخل، يعوقه المسائل الدقيقة القانونية أو التنظيمية.

وحدد بولسون الإجراءات، فى إفادة فى حديقة الورود فى البيت الأبيض، يوم الجمعة ١٩ سبتمبر أيلول. وكان بولسون فى أفضل حالاته، وشرح، مستمداً طاقة من المعركة، بإفحام "ممارسات الإقراض المتراخية" التى أدت إلى "إقراض غير مسؤول واقتراض غير مسؤول"، فى وقت مبكر من العقد. ولخص بذكاء فقاعة الائتمان: "ببساطة وضع هذا الكثير جداً من الأسر فى رهون عقارية لا يستطيعون تحملها". وقال إنه نتيجة لهذا تحملت البنوك عبء "أصول الرهون العقارية غير السائلة التى فقدت القيمة مع بدء عملية تصحيح الإسكان... مما عرقل تدفق الائتمان إلى اقتصادنا".

وبالنظر إلى نطاق المشكلة - خمسة ملايين منزل متأخرة فى سداد الأقساط أو حبست كرهن - أشار بولسون إلى أن وول ستريت لا يمكن السماح له بالعودة إلى وسائله السابقة. ونادراً ما تعيد التدخلات الشديدة العالم إلى فترة ما قبل الحرب، وأشار بولسون إلى أن التغير يسير بانتظام. واستنتج "عندما نعبر هذه الأزمة - وهو ما سوف نفعله - يتعين أن تكون الخطوة التالية هى تحسين الهيكل التنظيمى حتى لا تعاود هذه الأزمات الحدوث".

وكتب محامو الخزانة على عجل مسودة من ثلاث صفحات أقرت ٥٠٠ مليار دولار لشراء رهون عقارية. وقبل إرسالها مباشرة إلى الكونجرس، رفعها بولسون ومعاونه التشريعى إلى ٧٠٠ مليار دولار - وتخيلوا أنه مبلغ يفوق أى حاجة يمكن إدراكها. وفى ظل تلهفه، سعى بولسون إلى الحصول على سلطات جديرة بماك أرثر (*):

(*) دوغلاس ماك أرثر (١٨٨٠-١٩٦٤) كان رئيس أركان الجيش الأمريكى فى ثلاثينيات القرن الماضى ولعب دوراً كبيراً فى الحرب العالمية الثانية. (المترجم)

ونصت المسودة تحديداً على أن "قرارات الوزير الناجمة عن سلطة هذا القانون غير قابلة للمراجعة... من أى محكمة قانونية أو وكالة إدارية".

وعززت خطة الإنقاذ السوق يوم الجمعة، مما ترك الحكومة لتركز على مورجان ستانلى وجولدمان. ودفع جايتنر كلتا الشركتين للبدء بعملية التحول إلى شركتين بنكيتين قابضتين. ويستغرق الأمر عادة أسابيع، لكن الاحتياط الاتحادى أشار إلى أنه سيعجل بالأمر كثيراً. فسوف يمنح التحول مورجان ستانلى وجولدمان إمكانية وصول كاملة إلى البنك المركزى، ويعزلهما عن الخطر، كما لو أن الاحتياط الاتحادى لن يسمح بهلاك أحد أطفاله. وضغط جايتنر أيضاً على الاثنين كى يجمعا رأس مال.

وبينما اتصل جولدمان بباقيت، اتصل ماك بمستثمرين فى آسيا وبنوك فى أمريكا وآخرين. وكان كل وول ستريت يبحث إما جمع رأس المال أو استثماره. وفى مثل هذا المناخ الحراكى، أدرك المصرفيون فرصاً غير اعتيادية، وانغمس كبار المديرين التنفيذيين فى نوع من لعبة اللقاءات العاطفية الافتراضية. وأجرى ڤيكرام بانديت، كبير المديرين التنفيذيين فى سيتى جروب، اتصالات متكررة بواتشوفيا. وكان بوب ستيل، الرئيس التنفيذى لواتشوفيا، يقيم هذه المناشدات وغيرها. وطرأ على ذهن ستيل أنه إذا استطاعت واتشوفيا بيع رهونها العقارية المتعثرة للخزانة (بموجب البرنامج الذى سوف يعرض على الكونجرس) فقد لا تحتاج إلى الاندماج. وأصبحت السياسة الحكومية عنصراً رئيسياً فى التكتيكات المصرفية – وهى نتيجة غير متوقعة للتدخل.

لم تعتقد الحكومة، من جانبها، أن مورجان ستانلى بوسعها أن تنجو هذا الأسبوع دون رأس مال جديد. هناك إمكانيتان قائمتان فيما يبدو: هيئة الاستثمار الصينى وواتشوفيا. على أى حال، فى ليل يوم الجمعة، ظهر مستثمر ثالث. كان كولم كيلينر، كبير المسؤولين الماليين فى مورجان ستانلى، يتناول العشاء فى مطعم يابانى فى شارع قبالة العمل. وبينما كان يلتقط قطعة من السوشى، تلقى مكالمة من طوكيو: كان موتسوبيشى يو. إف. جى، أكبر بنوك اليابان، يبدى اهتمامه بالاستحواذ على

جزء من مورجان ستانلى[٣٨٦]. ففى تجلٍّ نابض بالحياة للطبيعة العالمية للأسواق، جاء رأس المال الآسيوى، الذى كان يدعم ذات يوم الرهون العقارية الأمريكية ماليًا، الآن لإنقاذ البنوك الأمريكية المثقلة بالأوراق المالية للرهون العقارية. وأمام مورجان ستانلى الآن عطلة نهاية أسبوع ليغنم رأس مال أحد المصادر الثلاثة.

وقرر مجلس إدارتها يوم السبت أنه مهما يكن من أمر ما يحدث مع المستثمرين المحتملين، فإنه سوف يمضى قدمًا فيما يتعلق بخيار الشركة المصرفية القابضة. (وهناك شك فى أن جولدمان كان يسير على مسار مواز). وأدرج ماك أيضًا جيه. بى. مورجان كى تنظر فى أصولها غير المثقلة ليرى إذا ما كانت ستمثل ضمانًا لقرض. وخلال عطلة نهاية الأسبوع، أسرع فريق من المصرفيين فى جيه. بى. مورجان بها إلى موقع ثانوى لمورجان ستانلى - متحاشين الصحفيين الذين واصلوا مراقبتهم للمقر الرئيسى - ليمعنوا النظر فى الدفاتر. وفى الوقت نفسه، كان ماك على اتصال مع القيادتين الكبيرتين، جيمى ديمون وستيف بلاك. واعتقد بلاك أن ماك كان محترفًا من الطراز الأول - فقد احتفظ برباطة جأشه تحت ضغط هائل دون أن يحاول إخفاء ضيقه. وأقر ماك "مهما يكن من أمر ما يمكنكم فعله أيها الزجال... فسوف نقدر حقًا بعض المساعدة"[٣٨٧].

وبحلول مساء السبت، اعتقد مورجان ستانلى أنه سوف يبدأ فى رؤية ضوء النهار. وأكمل طلبًا للحصول على مكانة شركة مصرفية قابضة فى وقت قياسى؛ وكانت محادثاته مع ميتسوبيشى تتقدم. لكن الاحتياط الاتحادى والخزانة، كلاهما، كان قلقًا من أن هذه الجهود لن تكفى وأن الأسواق سوف تجدد هجومها. وكان بولسون قلقًا بشأن مورجان ستانلى وجولدمان. وأسقط بولسون كل التظاهر بعدم التورط وكان ماضى العزم فى إنقاذ ما بقى من وول ستريت. وقاسمه قلقه جايتنر وبرنانكى. كان الاحتياط الاتحادى والخزانة يتابعان مناقشات مورجان ستانلى لجمع رأس المال كل ساعة، ويتلهفان إلى خطة بديلة. وتمثل الإجماع المسكوت عنه فى أن الحكومة لا تستطيع أن تسمح لما بقى من البنوك الاستثمارية بالفشل. لن يسمحوا بليمان آخر.

وقاد الخوف المنظمين إلى توسط غير مسبوق. وبعد ظهيرة السبت، اتصل كيڤين وارش، من الاحتياط الاتحادى، بستيل، كبير المديرين التنفيذيين لواتشوفيا، وحثه على أن يبيع بنكه إلى جولدمان ساكس. وكان وارش يفكر فى ضرب عصفورين بحجر واحد: أن تصبح واتشوفيا فى أيدٍ أقوى، ويصبح جولدمان بنكًا[٣٨٨].

كان ديڤيد كارول، المدير التنفيذى البارز فى واتشوفيا، يشاهد مباراة لكرة القدم لجامعة نورث كارولاينا فى تشابل هيل، عندما بدأ هاتفه البلاكبيرى فى الضجيج. لقد تلقى رسالة مفادها أن هانك بولسون يبحث عنه. ذهب كارول خلف المدرجات ليحاول الاتصال بشخص ما فى الخزانة وعلم أن وكالة مختلفة، الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع، كانت تريد أن تتحدث واتشوفيا مع جولدمان. وكان لدى الوكالات المختلفة قوائم أولويات مختلفة: كان الاحتياط الاتحادى والخزانة مصممين على إنقاذ البنوك الاستثمارية؛ والهيئة الاتحادية لتامين الودائع، حامية ودائع الأمة، كانت حريصة على تعزيز واتشوفيا. وبينما كان كارول وزوجته يقودان السيارة إلى منزلهما عبر الطرق الخلفية فى نورث كارولاينا، اتصل ستيل وقال: "لن تصدق هذا. لقد أمرت أن أرجع إلى نيويورك. لويد بلانكفين سوف يمر ليأخذنى". كان محظوراً على ستيل، الذى احتل منصب وكيل الوزارة قبل ثلاثة شهور فحسب، أن يتقدم بالتماس لوزارة الخزانة لمدة عام، وهذا منعه من التعامل مباشرة مع مديره السابق. لكن الحكومة كانت مهتمة بشكل واضح أن يصل جولدمان إلى اتفاق. وكان للشركة فيما يبدو ملاك حارس رحيم عليها من مكتب الوزير.

وقطع بلانكفين شخصيًا رحلة إلى مطار ويستشستر كاونتى ليقل ستيل ويصطحبه فى طريق العودة إلى جولدمان. وفى هذا المساء، قيم الشركاء السابقون صفقة لم يكن أى منهم يفكر فيها من قبل فى السابق. وبدأت البنوك يوم السبت تتفاوض فى عملية اندماج واسعة النطاق[٣٨٩]. وتم التوقيع على اتفاق سرى، مما أعطى جولدمان الحق فى فحص محفظة قروض واتشوفيا. وكان جولدمان، مثل مورجان ستانلى، غير مستريح للخسائر المحتملة لواتشوفيا. ولم يرد أن يبرم

الصفقة ما لم تسهم الحكومة برأسمال. لكن حتى يتم إقرار مشروع القانون المطروح على الكونجرس، لم يكن هناك طريقة عملية أمام الحكومة الأمريكية لتستثمر فى بنك خاص(٣٩٠).

فى ذاك الصباح، ظهر بولسون فى البرامج الحوارية ليوم الأحد، وأصر على تحرك من الكونجرس "هذا الأسبوع" بشأن تشريعه. لكن مشروع القانون أصبح بالفعل مغموسًا فى السياسة. وكانت البنوك تحشد الدعم بشراسة لتحقيق تحسن فى محاسبة القيمة الدفترية؛(*). وكانت شركات تمويل السيارات وقروض الطلبة تصطخب من أجل حصة فى الكسب غير المشروع، وكان الكثير من الكونجرس أقل عزمًا فيما يبدو فى مساعدة البنوك من عزمه على تشديد إجراءات الدفع للمصرفيين.

وكان مورجان ستانلى فى الوقت نفسه يمضى قدمًا مع المتقدمين بطلبات من الصينيين واليابانيين، ومتسوبيشى بوجه خاص. لكن الحكومة ظلت قلقة للغاية - وكلمة مذعورة ليست مبالغة(**). فصفقة ميتسوبيشى مازال من الممكن أن تنهار. وحتى إذا تم التوقيع عليها، فلن تكون ملزمة حتى يتم التوصل إلى اتفاق حاسم، وهو ما قد يستغرق أسبوعًا. وليس لدى مورجان ستانلى أسبوع. وتوقع المنظمون - بولسون وبرنانكى وجايتنر ووارش - أن السوق سوف تضع مورجان ستانلى فى اختبار يوم الإثنين. وبالنسبة إلى التحول إلى بنك، لم يكن أحد يعرف إذا ما كان هذا سوف يهدئ السوق. كان الأمر يتعلق فى معظمه بالصورة - وهو ما أحب برنانكى أن يدعوه "البصريات".

(*) يتطلب حساب القيمة الدفترية شركات مالية ترفع أو تخفض قيمة الرهون العقارية والأصول الأخرى بما يتوافق مع تقلبات السوق. وأثناء الانهيار، تمخض الأمر عن اعتراف أكثر آنية بالخسائر. (المترجم)

(**) جادل بولسون، فى وقت لاحق، عن هذا التوصيف. ودفع بأن كلمة "مذعورة" لا تنطبق إلا على الخوف غير المنطقى. (المترجم)

وبعد ظهيرة يوم الأحد، اتصل جايتنر، الذى انضم إليه بولسون، بماك وأمره أن يبيع شركته إما إلى جيه. بى. مورجان أو إلى سيتى بنك. وشعر ماك أن أسهمه رخيصه للغاية، لكن جايتنر أصر قائلاً: "بعها بدولار إذا اضطررت!" وكانت الحكومة الأمريكية الآن تحاول أن تنظم بيع كلا البنكين الاستثماريين المتبقيين.

واحتج ماك "تناقشت مع فيكرام وتناقشت مع جيمى. إنهما لا يريدان فعل هذا".

وأجاب جايتنر مثل قيصر توج حديثًا:"انت مضطر. سوف نخبرهما أنك مضطر".

وأصر ماك على أن الحكومة تبالغ فى رد فعلها. وردَّ بحدة: "لن أدمر شركتى وأبيعها لجيمى ديمون!". كان ماك قائد ساحة معركة ممتاز: سريع وحاسم وجرئ. فى فترة البزوغ التى كانت تمتلك فيها واشنطن سلطة مداواة الناجين، تجرأ ماك على قول لا للحكومة.

واضطر، فى نهاية المطاف، إلى الاتصال هاتفيًا بديمون - مكالمة حرجة انتهت سريعًا، لأن ديمون لم يكن مهتمًا. وكانت جيه. بى. مورجان مازالت تهضم بير ستيرنز ولم يكن لديها شهية لتستحوذ على بنك استثمارى آخر[٢٩١]. وخلصت جيه. بى. مورجان، علاوة على هذا، إلى أنها لا تستطيع تبرير حتى تقديم قرض لمورجان ستانلى. واعتزلت مجموعة من كبار مصرفييها - ديمون وبلاك وجيمى لى وجون هوجان - فى مكتب لى لينظروا إذا ما كانت مورجان ستانلى ستنجح فى جمع رأس مال وأن تخطط لإستراتيجية فى حالة عدم نجاحها. وبينما كانوا ينتظرون قلبوا القنوات بين مبارة لفريق جينتس لكرة القدم الأمريكية وبطولة رايدر للجولف.

وفى وقت متأخر فيما بعد الظهيرة، أعلن الاحتياط الاتحادى أنه وافق على الطلبات المستعجلة لمورجان ستانلى وجولدمان للتحول إلى بنوك. وبمعنى عملى، لم يدعم هذا كثيراً قدرتهما على الاقتراض؛ فمنذ زمن إنقاذ بير ستيرنز حرر الاحتياط الاتحادى تدريجيًا خيارات الاقتراض لوول ستريت. وسمح هذا بشكل كبير، فى يوم

الأحد ذاك، للبنوك الاستثمارية أن تستخدم الضمانات نفسها كبنوك. ومن الناحية النفسية، كان التحول هائلا رغم هذا. وبحسب ما قال مدير تنفيذى فى جولدمان، كان الأمر كما لو أن الاحتياط الاتحادى قد رسم دائرة وادعى أن جميع من بداخلها سوف ينجو.

وفى ليل يوم الأحد، وافق ميتسوبيشى على "خطاب نوايا" - وهو مازال بعيداً كثيراً عن صفقة ملزمة - لشراء حصة ٢٠ فى المئة فى مورجان ستانلى. وذهب ماك إلى المنزل لينتظر موافقة من مجلس إدارة ميتسوبيشى الذى اجتمع فى طوكيو. وفى الساعة الخامسة صباحًا، استيقظ على أنباء جيدة.

الفصل السادس عشر

برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة

إذا لم يتم إقرارها، فلتساعدنا السماء جميعًا

هانك بولسون، فى اجتماع خاص مع مشرعين(٣٩٢).

فى يوم الإثنين، ٢٢ سبتمبر أيلول، نشرت نيويورك تايمز قصة عن تشريع بولسون، وبوقاحة، وضعت القصة بجوار صورة للرئيس الفنزويلى هوجو شافيز، كما لو أنها تلمح إلى أن سعى الوزير إلى سلطة غير قابلة للمراجعة يضاهى رجل أمريكا اللاتينية القوى(٣٩٣). لم يكن هذا عامل الارتباط الوحيد. كان شافيز، الاشتراكى المعادى لمؤسسات السوق الحر، يستغل أزمة أمريكا ليحرز نقاطًا دعائية بشأن الفقر الروحى لرأسمالية اليانكى(*). ولمس مثل هذا النقد الآن وترًا حساسًا. فنظام السوق فى أمريكا فشل. وفشلت بنوكها. وفشل مستثمروها فشلا ذريعًا. وأيضًا فشل نموذج الأسواق الدولية – فكرة أن المستثمرين ينظمون اقتصاديات العالم ويقسمون حصص السوق بشكل ملائم ويقلصون المخاطر. وكانت الولايات المتحدة تروج لهذا النموذج بقوة فى العالم منذ سقوط جدار برلين. وكانت تسقط القيود فى أراضيها منذ

(*) اليانكى هو مواطن أمريكا الشمالية تميزًا له عن سكان أمريكا اللاتينية. (المترجم)

ثمانينيات القرن الماضى. وأثارت الكارثة سؤالا لا يمكن تجنبه: إذا دخلت أمريكا منعطفًا خطأ فإلى أى مدى يجب أن تضبط عقارب الساعة فى الماضى؟

وكان الرأى الدولى يتغير، بالفعل وبحدة، باتجاه وجهة النظر التى تقول إن الأسواق الحرة كانت حريتها مبالغ فيها. وكانت انجيلا ميركل، المستشارة الالمانية التى كانت مدافعة ذات يوم عن الرأسمالية على الطراز الأمريكى، تناصر حماية الحكومة للصناعة الرئيسية. وبصفة عامة، كانت أوروبا تتراجع عن لاهوت ميلتون فريدمان(*). الذى كان يُمتدح فى الصالونات السياسية منذ حقبة دونالد ريجان. وكان إعادة فحص الأيديولوجية يجرى أيضًا فى الولايات المتحدة. وقال كريس كوكس، رئيس لجنة البورصة والأوراق المالية الذى كان مؤيدًا متطرفًا لإسقاط القيود عن الأسواق، فى جلسة استماع لمجلس الشيوخ أن الولايات المتحدة تحتاج إلى رقابة على المشتقات الشاذة؛ واعترف حينها أن نظام لجنة البورصة والأوراق المالية للرقابة الطوعية على البنوك الاستثمارية ثبت أنه غير ملائم بشكل فادح. وكان كوكس يزعزع بالفعل صناديق التحوط مطالبًا بالإطلاع على سجلات تعاملاتها(٣٩٤). متبنيًا نبرة أكثر فعالية.

وأشار بولسون أنه، فى حين يتعين إرجاء الإصلاحات الهيكلية حتى تمر الأزمة، كانت الحكومة تراجع، حالة بحالة، تحيز الحكومة لفلسفة دعه يعمل. وكان الاحتياط الاتحادى والخزانة، وهما فى قلب التمويل الأمريكى الآن، يمارسان سلطات تضاهى سلطات أوقات الحرب. وكانت الخزانة تداوى الفائزين والخاسرين بحكم واقع الحال. وكان الاحتياط الاتحادى، من خلال تسهيلات خاصة وعمليات السوق الطبيعية أيضًا، يقرض عشرات الملايين من الدولارات للبنوك وأيضًا للبنوك

(*) هو اقتصادى أمريكى (١٩١٢-٢٠٠٦) اشتهر بتأييده لاقتصاد السوق وتقليص دور الحكومة فى الاقتصاد، وفاز بجائزة نوبل فى الاقتصاد عام ١٩٧٦ عن إنجازاته فى تحليل الاستهلاك ونظريته فى شرح سياسات التوازن. (المترجم)

الاستثمارية (*). وكان يدعم أسواق المال ويشترى الأوراق المالية للديون الصادرة عن فاني وفريدى (فى مسعى للحفاظ على استمرار نبض سوق الإسكان). ومع إغلاق القنوات الخاصة أصبح الاحتياط الاتحادى مورد الائتمان الوحيد ذى الأهمية.

وتمثل التحدى المضنى لبولسون فى أن الحفاظ على النظام يعنى الحفاظ على البنوك التى تعاطف الجمهور تجاهها منعدم. وفى محاولة لتنظيم الدعم، قال الوزير بشجاعة إن فشل البنوك يهدد سلامة الأسر الأمريكية. وبعد أن أدرك أنه يخوض معركة، أعاد بولسون صياغة برنامج إغاثة الأصول المتعثرة فى صيغة أكثر تفصيلا، متخلصًا من لغة الرجل القوى. وتضمنت النسخة الجديدة من مشروع القانون سلطة الاستثمار فى البنوك مباشرةً - وهى فكرة ظلت تنتشر، خاصة فى الاحتياط الاتحادى. لكن معاونى الخزانة أسرعوا بطمأنة الكونجرس بأن هذه السلطة لن تستخدم وأن بولسون مازال ينظر إلى استثمار الحكومة كأمر غير مرغوب فيه ويعتبره انتحاريا فى السياق السياسى. وأكد الوزير فى شهادة يوم الثلاثاء، ٢٣ سبتمبر أيلول، بعد أربعة أيام من طرح مقترح برنامج إغاثة الأصول المتعثرة، على أن منح الحكومة "حصصًا من الأسهم سوف يجعل البرنامج غير فاعل"، لأنه قد يثنى البنوك عن المشاركة. وأضاف بولسون بمزيد من الرطانة "وضع رأسمال فى المؤسسات هو من الفشل. هذا من النجاح"(٣٩٥).

وتمثلت دعامة خطة بولسون فى الإيمان الشائع بالسيولة - أى الاعتقاد بأن قيمة أى أصل (وفى هذه الحالة الرهون العقارية) سوف تتعافى بشرط توافر السوق له. وهذه الفكرة هى أحد أفراد الأهل المقربين من الجرثومة التى تسببت فى الفقاعة

(*) وكمثال على موازنة الاحتياط الاتحادى المتضخمة، قبل فشل ليمان، لم يكن لدى الاحتياط الاتحادى قروض واجبة السداد لما يطلق عليه المتعاملون الرئيسيون (البنوك الاستثمارية). وبحلول ١٧ سبتمبر أيلول، فى اليوم التالى لإنقاذ إيه. أى. جى، بلغ إجمالى مثل هذه القروض ٦٠ مليار دولار. وبعد أسبوع، تضخمت ديونها لوول ستريت إلى ١٠٦ مليارات دولار. (المترجم)

الأصلية، وتحديداً، رغبة المستثمرين فى شراء الأوراق المالية للرهون العقارية، بصرف النظر عن الميزة الأساسية، ما دامت الأوراق المالية سائلة.

وعلم رودريجيث بشأن برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة أثناء قضائه عطلة مع زوجته وشقيقه وزوجة شقيقه، فى إيطاليا حيث كان يحاول تجنب الأنباء المحزنة عن السوق. وفى بوسيتانو، على ساحل أمالفى، دار حول ناصية فى صباح أحد الأيام، ووجد نفسه يحملق فى عنوان فى صحيفة إنترناشيونال هيرالد تريبيون: "الوصاية". ومن ثم، علم بشأن الاستحواذ على فانى وفريدى. وواصلت المجموعة رحلتها، لكن بالنسبة إلى رودريجيث كانت النزهة قد انتهت تقريبًا. وأثناء تجوله فى مواقع روما القديمة، طرأ على ذهن رودريجيث أن معظم العملات على مدار التاريخ لم تعد موجودة بسبب الطيش المالى. وفى جاليرى يوفيزى فى فلورنسا، حال انشغاله بمراقبة الأنباء فى بلومبيرج دون تذوقه للفن. وقضى ليالى فى الحمام (كى لا يزعج زوجته) منحنيًا فوق جهازه المحمول بلاكبيرى، وهو نموذج أقدم له عجلة تصفح مكسورة جعلت عملية التصفح أكثر إرهاقًا من المعتاد. وفى البندقية، بعد التجول فى قصر الدوج، كتب رسالة بريد إلكترونى مكتبية، انتقد فيها النسخة الأولى من برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة الذى يراكم السلطة (وأطلق عليه رودريجيث "الإمبراطور بولسون") مشيرًا إلى أن العلاج الوحيد لمرض الافتقار إلى رأس المال هو استثمار رأسمال فى البنوك. واعتقد رودريجيث أن أفضل الأدوية جميعًا هو السماح للأسواق بأن تعمل. فأسعار أسهم البنوك سوف تنخفض إلى مستوى يعود إليه المستثمرون فى نهاية المطاف.

وكان رودريجيث مرتابًا فى خطة بولسون لاستخدام برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة لشراء الرهون العقارية. وقال "الخطة التى اقترحتها الخزانة الأمريكية... لا توفر إلا السيولة وليس مئات الملايين من الدولارات الضرورية من رأسمال جديد سوف يتعين إحلالها" [٢٩٦]. ولن يضيف إعادة شراء الأصول من البنوك إلى رأسمالها إلا إذا بالغت الخزانة فى الدفع مقابلها، فيما يرقى إلى "الهبة" من دافع الضرائب الأمريكى.

وأشار هذا النقد إلى خلل محورى فى برنامج إعادة شراء الأصول. وإذا تم شراء الأصول فى ظل أسعار السوق المنخفضة، فلن يساعد هذا البنوك. فإذا دفعت الحكومة علاوة سعرية، فإن دافعى الضرائب سوف يُجز صوفهم. وفى نهاية المطاف، يتعين على شخص ما أن يمتص الخسائر الخاصة بالرهون العقارية المنخفض سعرها. إن لم يكن البنوك، فسوف تكون الحكومة.

كان برنانكى حاسمًا بشأن الحفاظ على كلا الخيارين - إعادة شراء الرهون العقارية وضخ رأس المال - وكان أكثر المدافعين فعالية عن برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة [٣٩٧]. وربما لأنه قلل من تقدير حدة الأزمة لفترة طويلة للغاية، حملت تحذيراته الآن إنذارًا خاصًا. وبعد أن تحول إلى نذير بالقيامة، ففى الأيام التالية على اقتراح برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، دأب رئيس الاحتياط الاتحادى على تحذير المشرعين من أسواق الائتمان المتجمدة، ومن أن تنتشر خسائر البنوك من الرهون العقارية إلى قروض السيارات والأصول الأخرى، والأسوأ، هو أن يمنع المستهلكين والأنشطة الاقتصادية العادية من الحصول على ائتمان.

وانشغل الكونجرس، مع هذا، بصب احتقاره على المصرفيين الأثرياء. وبعد حرصهم على إرضاء صناعة البنوك على امتداد فترة الفقاعة، اكتشف المشرعون الآن أن وول ستريت كان فى الحقيقة يحركه الجشع. واستفسر السناتور شيرود براون، النائب عن ولاية أوهايو، من برنانكى إذا ما كان وول ستريت مدينًا باعتذار لأمريكا. وأجاب رئيس الاحتياط الاتحادى: "وول ستريت نفسه فكرة مجردة. هناك الكثير من الناس ارتكبوا أخطاء كبيرةً" [٣٩٨]. كانت هذه مراوغة محسوبة. كان الغضب من المصرفيين الذين يلتحفون شيكات دفع رواتب بها ثمانية أرقام، فى حين يعجزون عن حماية مؤسساتهم، مبررًا تمامًا. لكنه لم يكن مفيدًا بشكل خاص فى صياغة تشريع. وأصر الكونجرس على ربط مساعدة برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة بوضع حد أقصى لرواتب المدراء التنفيذيين، الذى يستحق مشروع قانونه الأكثر تمحيصًا، وكان لا صلة

له بالقضية الآنية. ولم تعالج القيود على العلاوات إلا البنوك وإلا خلال فترة المساعدة الاتحادية. وكانت باختصار فى الأغلب أزيز قلى وقطعة لحم صغيرة.

وبينما كان الكونجرس يدرس الأمر، كان وول ستريت يحاول إنقاذ نفسه. وفى يوم الثلاثاء، ٢٣ سبتمبر أيلول، جمع جولدمان ساكس خمسة مليارات دولار من وراين باڤيت (كان مصرفيو جولدمان على الأقل لا يحتاجون إقناعًا بشأن قيمة رأس المال). ومع أن جولدمان اتفق على بنود سخية، فقد ساعد دعم باڤيت فى تدعيم صورتها كصفوة وول ستريت - وبالفعل ساعد على جمع خمسة مليارات دولار أخرى من بيع أسهم للجمهور فى اليوم التالى(*). كان مورجان ستانلى، فى حين مازال ينتظر موافقة تنظيمية لاتفاقه مع ميتسوبيشى، فى حال أكثر هشاشة. وكانت حسابات صناديقها للتحوط مستقرة فى ذاك الوقت؛ لكن على نحو منذر بالسوء، بدأت العلاوات السعرية على مقايضاتها ترتفع مرة أخرى مما كان يعكس المخاوف من احتمال أن تنهار الصفقة مع ميتسوبيشى.

وكان واشنطن موتشوال أكثر تعرضًا للخطر، فالمدخرات والقروض التى دثرت أمريكا بمنافذ البيع بالتجزئة، وكانت، نتيجة للكثير من الأنباء السلبية عن الرهون العقارية، تعانى الآن عملية هرولة حقيقية لسحب الودائع من البنوك. وكانت الإدارة التى تستميت فى البحث عن مشتر، تتحدث إلى حفنة من بنوك وشركات الأسهم الخاصة. وأثناء الأسبوع الثالث من سبتمبر أيلول، وهو الأسبوع الذى دار فيه الجدل عن برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، صمت كل شىء. ولم يستطع واشنطن ماتشوال أن يعرف سبب عدم الرد على مكالماته إلى المتقدمين بطلبات. وكان السبب

(*) تلقت بيركشير هاثاواى، شركة باڤيت القابضة، حصة بلغت ١٠ فى المئة بالإضافة إلى الحق فى شراء أسهم جولدمان بسعر مخفض. وأبرزت هذه البنود المترفة القيمة المفردة لباڤيت بوصفها داعما. (المترجم)

هو أن المنظمين الاتحاديين كانوا يستبقون المزاد. وكانت الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع مذعورة من أن تستطيع واشنطن ماتشوال أن تتحول إلى آندى ماك أخرى، وهو ما كلفها ١١ مليار دولار. وقرر المنظمون أنهم لا يستطيعون السماح بتقيح مشكلات واشنطن ماتشوال.

وفى يوم الخميس، ٢٥ سبتمبر أيلول، تم الاستحواذ على واشنطن موتشوال، مما جعله تاسع فشل لبنك منذ يوليو تموز، والأكبر بفارق كبير فى تاريخ الولايات المتحدة. وقدمت الوكالة جثة البنك - ٢٢٠٠ فرع وعلاقات مع ١٢ مليون من أصحاب الحسابات - لجيه. بى. مورجان التى يرأسها جيمى ديمون والتى طمعت فى واشنطن موتشوال والتى كسبت على الفور حضوراً كبيراً فى كاليفورنيا وفلوريدا. وأظهر انتصار ديمون أنه بالنسبة إلى مقرضى الرهون العقارية عالية المخاطر المكلومين، فإن انتظار العاصفة ليس إستراتيجية قابلة للصمود. وفى مارس آذار السابق، كان مورجان قد عرض على واشنطن موتشوال ثمانية دولارات للسهم ورفضها كيرى كيلينجر، كبير المديرين التنفيذيين فى ذاك الوقت. هذه المرة، لم يحصل حملة الأسهم على شىء.

وفى الأسبوعين السابقين على عملية الاستحواذ، ابتداء من وقت فشل ليمان تقريباً، خسر واشنطن موتشوال ١٠ فى المئة من ودائعه، أى نحو ١٧ مليار دولار. وأوقف الاستحواذ الهرولة لسحب الودائع، فمورجان الآن تدعم المودعين. لكن لا مورجان ولا السلطات المصرفية ضمنت التزامات سندات واشنطن ماتشوال. وتكبد حاملو السندات خسائر هائلة. وأربكت بشدة الطبيعة المتذبذبة للاستجابات الاتحادية (حماية حملة ديون فانى وفريدى وعدم حدوث ذلك مع ليمان، ضمان أيه. أى. جى وعدم حدوث ذلك مع واشنطن موتشوال)، كل من برنانكى وجايتنر اللذين عابا على بولسون تقلبه فى الأزمات المختلفة. وفى مثال دال على الألم الذى تسبب فيه عدم الاتساق، تكبدت البنوك التى اشترت الأسهم التفضيلية فى فانى

وفريدى، والتى قررت الحكومة ألا تنقذهـا، خسـائر مذهلة (*). لم يكن الخطأ كله يقع على عـاتق بولسـون، لكن حملة السندات كـانوا خـائفين من الافتـقـار إلى القـدرة على التنبوء. وكـانت ديون الشـركـات الماليـة فى ذاك الوقت ينظر إليـهـا رسـميًا على أنها محـفوفة بالمخـاطر. وعندمـا فشلت واشنطن موتشـوال، ارتفـعت أقسـاط التـأمين على سندات مورجان ستانلى إلى مليون دولار(٣٩٩).

وجعل فشل واشنطن موتشوال المستقبل قاتمًا، وبالنسبة إلى واتشوفيا بـخاصة، رابع أكبر بنك تجارى فى البـلاد وأحـد البنوك التى تحـمل دلالات أكـبر فـيمـا يتـعلق بالنظام المصرفى. وقضى بوب ستيل، كبير المديرين التنفيذيين لواتشـوفيا، والذى تولى منصبًا فى الآونة الأخيرة فى الخزانة، الأسبوع السـابق يعرض شـركته أمام مورجان ستـانلـى وجـولدمـان سـاكس. وانتـهت هذه المغـازلات سـريعًا. وبينمـا كـان واشـنطن موتشوال يترنح، بدأ يستكشف اتحادًا مع البنكين الوحـيدين المتبقيين اللذين قد يكون من المستسـاغ أن يسـتحـوذا على بنك فى حجـمه: ويلز فارجو وسـيتى جروب. وكان ستيل يستعد أيضًا لبيع أسهم، لكن أسعار الأسهم كانت منخفضة.

وبحلول يوم الأربعـاء، قبل الاستـحـواذ على واشنطن مـوتشـوال، قـفزت الأقسـاط لتأمين عشرة مـلايين دولار من ديون واتشوفيا إلى ٧٠٠ ألف دولار، أعلى من مستوى الخطر بكثـير. ويوم الجـمـعة، فى اليوم التـالى لفـشل واشنطن مـاتشـوال، ارتـفعت إلى ١,٦ مليـون دولار(٤٠٠). وكـان هذا نوع من المعـدل الذى قـد يقـدم إلى مـالك منزل فى اتجاه الريح أمامه ساتر ترابى قبل إعصار من الفئة الخامسة. وبينمـا سـحب المودعون

(*) واضطر سـتيت أوف فرانكلين بانكشـيرز، وهو بنك محلى فى مدينة جونسون بولاية تينيسي، إلى بيع نفسـه إلى منافس خارج المدينة بسبب الخسـائر فى الأسـهم الممتـازة فى فانى وفريدى - وهو مـا أكد مسؤولو الحكومة على أنه استثمار آمن، وقال رئيس فرانكلين لصحيفة **وول ستريت جورنال**: "حصل بنكنا على مكاسب ممتازة ومحـفظة قروض نظيـفة للغـاية". وأضـاف: "الخطأ الوحـيد الذى ارتكبناه هو الدين للوكالات الحكومية الأمريكية". (المترجم)

مليارات الدولارات (*). وانخفض سعر السهم إلى عشرة دولارات، بهبوط بلغ ٢٧ فى المئة فى اليوم و٧٠ فى المئة على مدار عام، مما عصف بأية فرصة لبيع أسهم. ومع عطلة نهاية الأسبوع، استعدت وكالات التصنيف الائتمانى لخفض تصنيف أسهم واتشوفيا. وكانت الأطراف المقابلة تنأى بنفسها عن التعاملات وتلغى التزاماتها و(كما هو الحال مع مورجان ستانلى الأسبوع السابق) تستنزف سيولة البنوك. وهبت العاصفة من الفئة الخامسة.

كان ستيل على دراية جيدة، بأن تراجع الزخم يستطيع أن ينهى وجود شركة مالية. وعند الساعة الرابعة و٢٧ دقيقة صباحًا بالضبط، يوم الجمعة، تبادل هو وفيكرام بانديت، كبير المديرين التنفيذيين لسيتى جروب، رسائل بالبريد الإلكترونى عن عملية اندماج محتملة. (مثل القلوب الوحيدة التى تبحث عن أليف، فالمصرفيون الذين يبحثون عن صفقات لا يتوقفون). وأسرع بالمحادثات مع ويلز فارجو، البنك الذى يتخذ من سان فرانسيسكو مقرًا والذى تفادى بدهاء أسوأ فقاعة رهون عقارية، وهو الآن فى موقع قوة. وفى وقت لاحق يوم الجمعة، خلص ستيل إلى أن واتشوفيا سيواجه صعوبة فى تمويل "الأنشطة المصرفية العادية" بحلول يوم الإثنين. ونبه مجلس إدارته أنه فى حالة التوصل إلى اتفاق اندماج فى عطلة نهاية الأسبوع، فقد توقع أن تحل الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع محل واتشوفيا فى إدارة أموال التفليس[٤٠١].

ولرابع عطلة نهاية أسبوع متتالية، ترنح وول ستريت على حافة هاوية الفشل. وتمخض ظهور كل عملية إنقاذ عن أزمة أكبر (كانت واتشوفيا أكبر مرتين من واشنطن ماتشوال)، وتحولت كل عملية إنقاذ فيما يبدو إلى سراب. ولم تكن المشكلة فى مؤسسات بعينها وحسب، كان النظام برمته ينطلق عبر قروض مبالغ فى قيمتها

(*) تكبدت واتشوفيا خسارة صافية بلغت ١٧ مليار دولار فى صورة ودائع على امتداد عشرة أسابيع، نحو نصفها فى الأسبوعين الأخيرين. (المترجم)

ومن المستحيل تقييمها ومدعومة برافعة مالية بدرجة لا تطاق. وكانت الأسواق التى تفتقر إلى الثقة مثل مكنسة تسحب داخلها كل نزوة مخيفة. وانتقل الخوف ببساطة من مؤسسة هشة إلى أخرى.

وكانت أسواق الائتمان تنهار، مما عزز الشعور بالهلع. وكانت سوق الأوراق المالية التجارية تنكمش سريعًا جدًا، وفى ظل المعدل الحالى من التقلص لم يكن هناك ورقة من هذا النوع بحلول يونيو حزيران التالى[٤٠٢]. وكانت شركات الصناعة مثل صانعى السيارات تُعصر للحصول على نقد. وكانت الشركات التى تقترض فى سوق السندات الخردة مضطرة لدفع ١٥ فى المئة كمعدل فائدة، فيما يقرب من معدلات قروض الربا. وتصاعد فرق السعر بين أذون الخزانة واليورودولار، وهو مؤشر يجرى مراقبته على نطاق واسع - ويعرف أيضًا باسم تيد(*)، ثلاثة أمثال، من واحد فى المئة إلى ثلاثة فى المئة. والفرق بين أذون الخزانة واليورودولار يقيس الفجوة بين كلفة الإقراض للحكومة وللبنوك. كان هذا الارتفاع بلا سابقة.

وكانت المحنة تنتشر بوضوح فى الشارع التجارى. وقلصت الشركات مدفوعات الأجور بشكل كبير؛ وزاد فقد الوظائف فى سبتمبر أيلول على ٢٠٠ ألف - وهو أسوأ فقد شهرى للوظائف منذ كساد عام ٢٠٠١. وبينما كان الناس يفقدون وظائفهم، كان التأخير فى سداد ديون بطاقات الائتمان يرتفع بشدة فى علامة معبرة عن تدهور. وفجأة، خفضت جنرال إليكتريك، وهى فى طليعة الاقتصاد وتمتد أصولها من التمويل إلى التصنيع، توقعات مكاسبها. وكان أسوأ ضرر فى مجال العقارات السكنية الذى بدأت منه العاصفة. ووسط الأمريكيين المدينين برهون عقارية، كان هناك واحد تقريبًا بين كل خمسة، مدينين بأموال أكثر من قيمة منازلهم. وبالنسبة إليهم، تحول حلم امتلاك منزل إلى كابوس. وكان ٢٠ فى المئة كاملة من مقترضى الرهون العقارية عالية

(*) وهى الحروف الأولى من treasury eurodollar spread وتعنى الفرق بين سعر الفائدة على القروض بين البنوك الأوروبية وعلى ديون الحكومة الأمريكية قصيرة الأمد (أذون الخزانة الأمريكية). (المترجم)

المخاطر متأخرين عن السداد بشكل كبير - وهو إخفاق غير عادى فى سوق الائتمان. بل كان هناك خمسة فى المئة من راهنى العقارات التقليديين متأخرين عن السداد، فى دليل على أن مرض المبالغة فى الرافعة المالية قد اخترق الطبقة الوسطى[٤٠٣].

ومع النبوءات المحزنة، كانت الإدارة لا تزال تجد صعوبة فى إقناع الجمهور فى أن لها نصيبًا فى الأزمة المصرفية. وكانت الأزمة لا يزال ينظر إليها على نطاق واسع باعتبارها مشكلة وول ستريت، وكان درع برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة يتصدى لها بقوة. وسخر جون كيل، السناتور الجمهورى عن ولاية أريزونا، قائلا إن الدرع مقسم: ٥٠ فى المئة "لا" و٥٠ فى المئة "قطعًا لا" [٤٠٤]. وفى محاولة لحشد الدعم، ألقى الرئيس بوش، كلمة فى وقت الذروة بشأن الاقتصاد - الأولى له فى ثمانية أعوام. وحذر أنه دون التشريع، فقد تواجه الولايات المتحدة "كسادًا مؤلمًا طويل الأمد". وبدا الرئيس مقهورًا بعد أن فارقته ابتسامته الراضية المعتادة. واعترف أن الإنقاذ انتهك طبائعه المحافظة.

وبالمضى قدمًا فى تشريع برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، استطاع البيت الأبيض أن يخفف حدة خلافاته مع الديمقراطيين. وتمثلت صعوبات الإدارة فى مواجهة حزبها. وكان جمهوريو مجلس النواب، وهم يمثلون فى الأساس الجناح المعارض للحكومة من الحزب الجمهورى، فى حالة عصيان صريح ضد بولسون الذين رأوا فيه مغفلا لوول ستريت. ولمس فقدان الثقة فى عمليات التمويل الكبيرة وترًا حساسًا فى وسط أمريكا، وهو الوتر المرتعش منذ عهود جيفرسون وجاكسون. وفى العصور المعاصرة، اختلط الغضب من المصرفيين مع الارتياب المعادى للحكومة، كما لو أن برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، سيتعدى على تخوم الحريات (*). وبالطبع، كان الجنود المشاة من الحزب

(*) يشير المؤلف هنا إلى مواقع التراث الوطنى الأمريكى وهى المناطق التى شهدتها ٢٩ مقاطعة فى شرق كنساس و١٢ مقاطعة فى غرب ميسورى، والتى أدت إلى الحرب الأهلية الأمريكية التى كان سببها فى الأساس قضية العبودية. (المترجم)

يكنون كراهية دفينة للاستيلاء بالقوة على السوق الحرة. ويضاف إلى هذا، أن مشروع القانون، الذى أصبح ١٢٠ صفحة الآن، كان صعبًا وملبدًا. وكانت آليات شراء الأصول (أى أصول؟ ومن أى البنوك؟ وبأى سعر؟) فوضوية بشكل مخيف. ولم يكن لدى المعارضين مشكلة فى عرض قضيتهم فى مصطلحات مبسطة. وسألت ديبورا بريس، عضو مجلس النواب عن ولاية أوهايو، بولسون فى رطانة: "لماذا هذا ولماذا الآن؟ اشرح لنا كيف لا يكون هذا إنقاذًا لمدراء وول ستريت التنفيذيين ومظلاتهم الذهبية؟" تخيل الجناح المناهض لوول ستريت أن البنوك يمكن أن تفشل وأن ناخبيهم فى دوائرهم سوف يستمرون ببساطة.

كان التشريع معقدًا بسبب تدخل السياسات الرئاسية. وفى يوم الأربعاء، ٢٤ سبتمبر أيلول، أعلن جون مكين أنه يعلق حملته الانتخابية ويعتذر عن أول مناظرة له، كانت مقررة يوم الجمعة، لأنه مطلوب فى واشنطن ليساعد فى التوصل إلى اتفاق بشأن برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة. ولم يبال باراك أوباما بمثل هذا النهج الغريب. ولم يكن لدى أى من السناتورين خبرة بالاقتصاد، لكن أوباما كان لديه استيعابٌ أكثر يقينًا بالسياسة.

وظهر مكين يوم الخميس فى العاصمة، فى ظل حماية المخابرات والتقى بجمهوريى مجلس النواب الذين عبروا عن اعتراضاتهم على استخدام أموال دافعى الضرائب لصالح البنوك. ثم توجه إلى البيت الأبيض مصحوبًا بزعماء من الكونجرس بينهم أوباما. وكانت إمكانية التوصل إلى اتفاق فى متناول الأيدى فيما يبدو، لكن وجود مكين دفع الأعضاء الجمهوريين فى مجلس النواب إلى تجديد احتجاجاتهم. ومع تسجيل بوش معدلات شعبية شديدة الانخفاض فى استطلاعات الرأى، شعر مكين أنه مضطر أن ينأى بنفسه عن البيت الأبيض، ومن ثم، عن برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة. وعندما سئل إذا ما كان ينحاز إلى المعارضين من الحزب الجمهورى، تحوط المرشح الرئاسى فى إجابته، وانتهى الاجتماع بالصياح. وبحلول يوم الجمعة، اكتسبت المعارضة لبرنامج إنقاذ الأصول المتعثرة سمات الحرب الصليبية الشعبوية. ورفض

زعيم الأقلية جون بينر، وهو من أوهايو (وهى ولاية بها أعلى معدل من حبس الرهون العقارية فى البلاد) الاقتراح قبل أقرانه من الأعضاء الجمهوريين فى مجلس النواب وقوبل بتصفيق حاد(٤٠٥).

واستقتل بولسون فى محاولته لإنقاذ مشروع القانون، وأفرط فى استخدام الهاتف. وتكثفت كل مطالبه فى الشهور الماضية فى مطلب واحد هو إقرار مشروع قانون برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة. وفارقته قدرته الطبيعية على الاحتمال أمام مثل هذا التدخل الحكومى الهائل، لكن كان لديه الخبرة الخام فى تجريب الكثير من الإجراءات الأقل. ولم يُجد أى منها نفعًا. وحشد بولسون الآن الدعم دون كلل لبرنامج إنقاذ الأصول المتعثرة. ولم يدخر جهداً فى حشد دعم الأعضاء. ولم يكن ينام تقريباً. وعندما وصل إلى حافة الانهيار البدنى، ذهب إلى دورة مياهه الخاصة وتقيأ.

ويوم الجمعة، السادس والعشرون، بينما كانت الإدارة تحصى الأصوات على عملية الإنقاذ، كان المنظمون المصرفيون يراقبون عن كثب واتشوفيا التى كان مدراؤها التنفيذيون يختبئون فى مبنى فى وسط المدينة تابع لشركة سوليڤان آند كرومويل. وخشى ديڤيد كارول، المدير التنفيذى البارز لواتشوفيا، من أنه إذا انهار مثل هذا البنك العملاق، بما له من ثلاثة أرباع تريليون من الأصول، فقد يؤدى هذا إلى حالة انهيار عامة. وقال لرودجين كوهين، الشريك فى سوليڤان، "أنتم تنظرون إلى عام ١٩٢٩". وكان كارول وكوهين وبوب ستيل، المدير التنفيذى، يجرون حواراً مستمراً مع الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع ومع أكثر المتقدمين بالطلبات رغبةً، وهو سيتى جروب الذى كان يقع مقره على بعد بناية واحدة إلى الشمال، وأيضاً فى جادة بارك. وفرق المدراء التنفيذيين فى سيتى جروب التى تقاطرت إلى سوليڤان آند كرومويل؛ وإن يكن فى شكل أصبح مألوفًا الآن، خلصت إلى أن سيتى جروب لن تستطيع الاستحواذ على واتشوفيا ومحفظتها المالية من الرهون العقارية المعدلة فوائدها دون مساعدة من الحكومة. ولم ترد شايلا بير رئيس الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع أن تقدم هذه المساعدة.

كانت بير تتوقع أن متقدمًا آخر بطلب، ويلز فارجو، سوف يتقدم بعطاء دون طلب المساعدة. وعرض ريتشاد كوفاسيفيتش، كبير المديرين التنفيذيين لويلز، حيلة خارقة للطبيعة فى تقييم المخاطر. (خرج من المدرسة العليا ليلعب كرام للكرة فى فريق يانكيز للبيسبول وقدر أنه قد يبلى بلاء حسنًا بالتحاقه بجامعة ستانفورد). وبدأ حياته المصرفية فى سيتى جروب، حيث خاض فى ثمانينيات القرن الماضى عملية جريئة للرهون العقارية، وهى تجربة حررته من أوهام سانجة أينعت لاحقًا فى صناعة الرهون العقارية. وكرئيس لبنك نورويست، ومنذ عام ١٩٩٨ رئيسًا لبنك ويلز فارجو، رفض كوفاسيفيتش الإقراض للرهون العقارية عالية المخاطر، وأبحر بعيدًا عن مشتقات الائتمان. ولم يكن كوفاسيفيتش، مثل كثير من المصرفيين، يسعى دومًا إلى الصفقة التالية. لكنه كان يريد واتشوفيا. لم يكن لويلز حضور فى الساحل الشرقى، وواتشوفيا سوف يجعل منه قوة فاعلة هناك. بالإضافة إلى هذا، كانت أسهمه رخيصة.

وأثناء الإفطار، صباح الأحد، قال كوفاسيفيتش لستيل إن ويلز سوف تكشف عن طرح أسهم مقابل أسهم بمجرد أن تنتهى من الحيطة الواجبة. ومرة أخرى، لم يمض الاستفسار بسلاسة. ومثل آخرين، أطلعوا على دفاتر واتشوفيا، وانزعج الفاحصون من ويلز من التأخر عن السداد الذى يتصاعد. وكانت الرهون العقارية لجولدن ويست التى تم الاستحواذ عليها فى ذروة الفقاعة عاجزة عن السداد بمعدلات فلكية. كانت معدلات العجز عن السداد فى بعض المناطق الداخلية من كاليفورنيا يحتمل أن تصل إلى ٨٠ فى المئة. وعلى أدنى تقدير، سوف يحتاج فارجو إلى المزيد من الوقت لتقييم العطاء(٤٠٦).

وبإدراكه أن العطاء بغير مساعدة ليس مطروحًا حاليًا، بدأ برنانكى يضغط على بير كى تقدم مساعدة الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع. كانت الهيئة مخولا لها تقديم المساعدة فى حالات تمثل "مخاطر شاملة" لكن فى تاريخها الممتد لمدة ٧٦ عامًا لم تفعل هذا قط. فالوظيفة الأساسية للهيئة الاتحادية لتأمين الودائع هى سداد الأموال للمودعين فى حال عدم دفع البنوك، وهذه هى الرسالة التى كانت تحرس

بير بها مواردها. وكان برنانكى مقتنعًا مع هذا، بأن الولايات المتحدة تواجه بالفعل هلعًا مصرفيًا شاملا. وكانت بير قلقة على وكالتها، وكان برنانكى قلقًا من كساد ثان[٤٠٧].

وفى ليل يوم الأحد، انهارت بير. فبعد أن أدركت أن واتشوفيا لا تستطيع أن تجد شريكًا قبل يوم الإثنين، وتحت ضغط لا يكل من برنانكى (الذى رفض أن يعود إلى المنزل قبل إنقاذ البنك) وافقت بير على تطبيق الفصل ١٣ من القانون الاتحادى لتأمين الودائع لتنفيذ "عملية مدعومة" مع مؤسسة تختارها الوكالة. وبدأ العطاء فى تلك الليلة باعتزام الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع تلقائيًا تقديم الجائزة إلى المتقدم الذى يطلب أقل مساعدة. وحل تجل مفاجئ على ستيل، بينما كان معتكفًا فى شركة القانون. وتساءل: "لماذا لا نقدم عطاءنا؟" إذا كانت الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع سوف تدعم مشتريًا محتملا من خلال تحمل قسط من خسائر واتشوفيا، فإنها قد تستطيع أن تقدم المساعدة نفسها لواتشوفيا، دون اندماج، مما يسمح للبنك أن يبقى مستقلا. وبعد فترة قصيرة من منتصف الليل، قدم واتشوافيا عطاءه. وبمهارة، حشد كينيث فيلان، مسؤول المخاطر فى واتشوفيا، دعم الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع، كى لا تلقى بواتشوفيا فى أذرع سيتى. وجادل: "نحن من بنوك الشارع التجارى... لا تلقوا بنا فى أيدى وول ستريت"[٤٠٨].

لكن فى الساعة الرابعة صباحًا، أبلغت بير، بعد استشارتها مع برنانكى، أن سيتى جروب سوف يستحوذ فعلا على الأصول البنكية لواتشوفيا إلى حين التفاوض بشأن اتفاق ملزم. وأقلق رفض سيتى شراء الشركة برمتها (أصولها البنكية فحسب) ستيل الذى لم يكن متأكدًا إذا ما كان ما تبقى من أعمال واتشوفيا الاقتصادية ومعظمه عمليات وساطة سوف يكون قادرًا على الصمود. وأيضًا، كان السعر زهيدًا، وهو مليارا دولار فحسب. لكنها كانت صفقة جيدة لسيتى التى سوف تطالب بحقها فى البنك وبحماية الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع على مجموعة من القروض قيمتها ٣١٢ مليار دولار، تستطيع سيتى جروب أن تنتقيها[٤٠٩]. كان هذا مبلغًا

مذهلا – أكبر بكثير من إجمالى المشكلة المعروفة لواتشوفيا. أصول من إذن هى التى كانت الحكومة تحميها؟

وانعقدت ألسن المدراء التنفيذيين لواتشوفيا من الذهول لأن الحكومة سوف تضطلع بالكثير جداً من مخاطر دافعى الضرائب. وقالت بير لهم إنها أفضل صفقة لكلا البنكين[٤١٠]. وفيما يتعلق بالشكل، كانت الحكومة قلقة أيضًا بشأن سيتى. مع أنه كان من المعتقد على نطاق واسع أنها كانت تقتنص فرصها (بشطب قروض متعثرة بعشرات المليارات من الدولارات)، ظلت المحفظة المالية لسيتى عامرة بأصول متعثرة، بما فيها الرهون العقارية وبطاقات الائتمان وقروض السيارات. واشتبه ستيل ومسؤولون بارزون آخرون فى واتشوفيا أن الحكومة كانت تأمل أن تقوم بعملية إنقاذ لسيتى جروب دون أن تجذب انتباهًا جماهيريًا لمحنها. ومن ثم، فمع إمداد سيتى بضمان من الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع، تستطيع الحكومة أن تدعم الحكومة القروض فى المحفظة المالية القائمة لسيتى إضافة إلى القروض التى سوف تستحوذ عليها من واتشوفيا [٤١١].

واندفعت بير لتقر الصفقة قبل فتح الأسواق. ومارست ضغوطًا هائلة على جين شيربورن، المستشار العام لواتشوفيا، لتوقع على اتفاق من حيث المبدأ- حتى قبل أن تقرأه شيربورن. وقدم الاتفاق لسيتى حقا حكرًا عليها بأن تتفاوض بشأن تعهد ملزم وإتمام عملية الاندماج. وأرادت شيربورن أن تدخل شرطًا بأن تتفاوض الأطراف على أساس حسن النوايا – مما يعطى واتشوفيا قدرًا من حرية الاختيار. ورفضت سيت [٤١٢]. وفى الساعة السادسة والنصف صباحًا، يوم الإثنين، وافق مجلس إدارة واتشوفيا، متلكئًا، على العملية التى كانت لا تزال فى صيغتها المبدئية. وقطع ستيل، مزدانا ببذلة، الشارع الثالث والخمسين بخطوات واسعة وصافح فيكرام بانديت.

ومع اللمحة الودية، ظل التوافق زواجًا قسريًا – فُرض على واتشوفيا، بحسب ما كان يشك ستيل، لدعم سيتى جروب الذى كان أكبر البنوك المتعثرة فى البلاد بفارق

كبير جداً. وتمثل أحد الأعراض الجانبية لجهود الحكومة فى دمج البنوك الكبيرة، فى أن أصبحت السلطة المصرفية مركزة وسط عدد أقل من الشركات: كانت المؤسسات الكبيرة المحمية تبتلع كل شىء آخر.

أُبعد هانك بولسون عن محادثات واتشوفيا لسبب بسيط هو أنه أنفق نهاية الأسبوع محاولاً التوصل إلى صفقة فى الساعة الأخيرة بشأن برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة. ومع مداهمة الوقت، حمل راهم إيمانويل، النائب عَن ولاية إيلينوى، والسناتور كينت كونراد، عن ولاية نورث داكوتا، بأيديهم صفحات بين رئيسة مجلس النواب بيلوسى وبولسون والجمهوريين المتجتمعين فى مكتب زعيم الأقلية فى مجلس النواب(٤١٣). وأعلن بولسون الذى وافق على تسوية العلاوات، وإنقاذ عملية حبس الرهون العقارية، والإشراف، صفقة تجريبية مع زعماء من الهيئة التشريعية فى وقت مبكر يوم الأحد. وجاء يوم الاثنين وهو يشعر بالتفاؤل. وأصدر الرئيس بوش التماساً إلى الكونجرس واتصل شخصياً بالمعارضين من الجمهوريين. وشجع مكين، وهو زعيم الحزب، أيضاً، وإن يكن متأخراً، الأعضاء ليصوتوا بالموافقة. وكان هناك لا يزال سؤال؛ إذا ما كان المحافظون يستطيعون هضم إقرار إنفاق ٧٠٠ مليار دولار. ورفض بينر، زعيم الأقلية فى مجلس النواب، المجازفة بإثارة غضب القاعدة الشعبية، بدعم مشروع القانون صراحة. وفى المقابل، حث بفتور "كل عضو يسمح له ضميره" بأن يصوت بالموافقة (٤١٤).

وخفض وول ستريت، الذى تفوح منه المشاكل، أسعار الأسهم يوم الإثنين. وفى الساعة ١: ٢٨ بعد الظهر، بينما كانت عملية إعلان الأسماء تبدأ فى الكونجرس، كانت عملية البيع تكتسب زخماً. وصوت ثلثا الجمهوريين بالرفض. وحسم الغضب فى اليسار (صوت أربعة من عشرة ديمقراطيين بالرفض أيضاً) مصير مشروع القانون. وفى الساعة ١: ٤٣ مساء، قرعت المطرقة، وهبط مؤشر داو ٤٠٠ نقطة فى الدقائق الخمس التالية. وحملق التجار فى شاشاتهم غير مصدقين. ومات برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، وبحلول ساعة الإغلاق بعد الظهيرة، كان داو قد هبط ٧٧٨ نقطة.

وانخفض مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ الأوسع نطاقًا تسعة فى المئة تقريبًا، فى أسوأ أيامه منذ ٢٢ عامًا. وعانت الأسهم المالية، وهى الأكثر تضررًا، من خسارة من رقمين.

ولم يترك التصويت مكانًا للبنوك. ولطالما تلكأ بولسون فى الذهاب إلى الكونجرس لأنه كان يخشى أن يقلص، لا أن يوسع خياراته. والآن، تأكدت مخاوفه. وكان منهارًا بسبب الهزيمة. وقام النائب بارنى فرانك بتعزية الوزير - مشيرًا إلى أن الكونجرس، مثل أطفال جانحين، مازال من الممكن أن يعودوا إلى رشدهم. وعرض فرانك قائلا: "أحيانًا... لابد أن يهرول الأطفال بعيدًا قبل أن يجوعوا ويأتون إلى مائدة العشاء".

كان يوم الثلاثاء، ٣٠ سبتمبر أيلول، أول أيام روش هاشناه، رأس السنة اليهودية. ومع إغلاق الكونجرس أمام العمل الرسمى، بدأ زعماء مجلس الشيوخ محادثات فى الغرف الخلفية لإحياء برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة. وفى هذه الأثناء، زادت صلابة جليد الائتمان. وارتفع سعر فائدة الليبور لتسعين يومًا، وهو إجراء معكوس لقياس السيولة فى البنوك- متسللا إلى ما فوق أربعة فى المئة لأول مرة منذ يناير كانون الثانى. وكما توقع برنانكى، كان تجمد النشاط المصرفى يقود إلى المزيد من الصدوع الخطيرة فى الاقتصاد اليومى. وكان سعر الفائدة على قروض شراء السيارات يرتفع إلى ١٠ فى المئة، مما ألقى بظلال كئيبة على ديترويت. وتراخى الطلب على الصلب، وتلقى الإنفاق فى الإنشاء ضربة. وكانت الأنباء الاقتصادية السلبية تلقى بثقلها على الأسهم التى انخفضت الآن ٢١ فى المئة فى العام.

وكانت مشكلات أمريكا مصدرًا لخطب وداع منمقة فى أوروبا التى كان ينظر فيها إلى النموذج الأنجلو أمريكى للرأسمالية باعتباره المُذنب الأساسى فى الأزمة. واعتقدت أوروبا أنها حمت نفسها من الأسوأ، وذاك يرجع إلى حد كبير إلى النموذج الألمانى المقابل للرأسمالية، فظلت البنوك تحت سيطرة الدولة وتحركها رغبة أقل فى رفع أسعار أسهمها، وهى أقل نهمًا فى البحث عن أرباح، وأكثر اتساقًا مع الأعراف

الاجتماعية والقيود الحكومية. وشَمت بير شتاينبروك، وزير المالية الألمانى، قائلا: إن الأزمة تمثل نهاية حقبة الهيمنة الأمريكية فى التمويل (٤١٥). وكان هذا مبالغة فى الحصانة النسبية لأوروبا، كما سوف يكتشف شتاينبروك بعد فترة قصيرة.

فقد تم تحرير الثقافة البنكية الأوروبية، من خلال دخولها سوق الرهون العقارية الأمريكية بخاصة، وأيضًا أسواق مقايضات الائتمان. ولم يعد الخبراء الماليون فى القارة، مع أنهم كانوا لا يزالون أكثر محافظة من نموذج مسؤول القروض فى شركة كانترى وايد، حراسًا حذيرين للكنوز فى الأسطورة السويسرية. وكانت هناك حقيقة أخرى أيضًا، تتجاوز نطاق سيطرتهم، وهى أن الأسواق كانت شديدة الترابط ("عولمية" بالمصطلح المفضل) لدرجة تجعل من الحصانة على نطاق كبير ضربًا من الأساطير.

وفى نهاية سبتمبر أيلول، بينما كان برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة يمضى إلى الهزيمة فى واشنطن، أخذت سيولة النظام المصرفى فى أوروبا تجف، حيث رفض الجميع، من المودعين الصغار إلى البنوك، الإقراض. واضطرت الحكومات، من دبلن إلى برلين، إلى إنقاذ المقرضين الرئيسيين أو تأميمهم، بما فى ذلك، بنك ألمانى له قروض كبيرة فى مجال العقارات التجارية فى الولايات المتحدة (٤١٦). وكان نطاق الإنقاذ هائلا؛ ففى ألمانيا تكلف الإنقاذ ٤٠ مليار دولار. واتخذت أيرلندا، التى عانت أيضًا من انهيار فى أسواق الأسهم، إجراء استثنائيًا لضمان كل وديعة فى بنوكها الستة الكبيرة – ضمان يعادل ضعفى إجمالى الناتج المحلى للبلاد. وكانت الأخبار من الولايات المتحدة أكثر شبهًا بموجة مد تتكسر على روتردام وديب(*). وأثارت الخوف من بطء شديد فى النمو فى أوروبا، وقضت على حل تعافى القارة وحدها.

(*) ميناء فى شمال فرنسا على القناة الإنجليزية. (المترجم)

وخشى المنظمون على جانبى الأطلسى من "عقلية التخزين"، وهى الغريزة التى جعلت، فى العصور السابقة على الصناعة، الفلاحين يمنعون الحبوب عن المدن، مما أدى إلى مجاعة وأعمال شغب. وفى عام ٢٠٠٨، كان المصرفيون المتوترون يكنزون رأس المال. ومع تجمد أسواق المال حول العالم، اقتحمت البنوك المركزية مجال الخدمة كمقرضى الملاذ الأخير. وأقرض البنك المركزى الأوروبى بنوكًا فى القارة ١٥٠ مليار دولار. وأضاف الاحتياط الاتحادى الأمريكى، مؤكدًا على الدور الذى مازال مركزيًا للدولار، مبلغا تجحظ له الأعين، هو ٣٣٠ مليار دولار فى صورة تسهيلات للإقراض بالدولار فى الخارج.

وفى الداخل، وسع الاحتياط الاتحادى التسهيلات المتاحة للبنوك الأمريكية، فأتاح ٢٠٠ مليار دولار أخرى. وكان يزيد أيضًا تدريجيًا باطراد قروضه لوول ستريت الذى ارتفع ما اقترضه من الاحتياط الاتحادى من صفر إلى ١٥٠ مليار دولار فى غضون أسابيع قليلة[٤١٧]. كانت هذه الجهود غير مسبوقة، وبالنظر إلى نطاقها، لم تفتقر إلى البطولة. لكنها لم تعالج إلا السيولة، وليس رأس المال، لأن مقدار القروض لن يزيد القيمة الصافية للبنك، تمامًا مثل توفير الائتمان للمستهلكين لن يجعلهم "أغنى"، (الأصول ترتفع لكن الاستحقاقات ترتفع أيضًا). وكان برنانكى يخلق السيولة بشكل لم يفعل الاحتياط الاتحادى من قبل قط، لكن الحقيقة الكئيبة التى أشارت إليها نيويورك تايمز، هى أن "هذه المحاولات لم تفعل إلا القليل، أو لا شىء، لدعم الثقة فى الأسواق المالية"[٤١٨].

الفصل السابع عشر

دور ستيل

أى شخص يشك فى أن الولايات المتحدة تتجه إلى كساد فهو يناقض نفسه.

نيل فيرجسون، مجلة تايم، الثانى من أكتوبر تشرين الأول، من عام ٢٠٠٨[٤١٩].

فى السنوات الأربعين الماضية، قامت سيتى جروب بالمراهنة نفسها، ثلاث مرات. وبالجسارة والسذاجة نفسيهما، راهنت على أن حجمها وتنوع ممتلكاتها سوف يبطل مفعول خطورة القروض الخطرة. وفى سبعينيات القرن الماضى، تقدمت الطريق بثقة فى إعادة تدوير دولارات النفط لدول العالم الثالث. وكبنك دولى حقيقى، كان سيتى ملحقًا للاحتياط الاتحادى فى إدارة تدفق رأس المال العالمى، وكان رئيسه الأسطورى، والتر وريستون، مطمئنًا لفكرة أن الدول الأمم لا تفلس، وبالتأكيد، لا يحدث هذا فجأة. ومع هذا، فى بداية الثمانينيات، عجزت دول من الأرجنتين إلى بولندا عن السداد، أو أنكرت ديونها مما أدى إلى خسائر فادحة لسيتى جروب.

وتقاعد وريستون فى عام ١٩٨٤، ونقل الإدارة إلى مدير أصغر سنًا، هو جون ريد الذى استبصر قوة آلات الصرف الآلى وعزز بناء فروع خدمة عملاء البنك. وأعاد سيتى تركيزه على الإقراض فى العقارات التجارية، وتمويل أبراج المكاتب الحضرية،

ومراكز التسوق فى الضواحى التى شهدت ازدهاراً فى منتصف ثمانينيات القرن الماضى. واعتقد ريد أن محفظة سيتى آمنة بفضل انتشارها الجغرافى، وأيضًا بسبب العدد الكبير لأصولها - مرة أخرى، مسلمة مفادها أن ليس كل المشروعات سوف تعجز عن السداد فجأة، وخاصة ليس المشروعات فى المناطق المميزة. وللأسف، ففى بداية تسعينيات القرن الماضى، أصبح من الواضح أن المستثمرين غالوا فى البناء للغاية وعجز بالفعل الكثير جداً من المشروعات عن السداد. ولولا ضخ ودى لرأس المال من المملكة العربية السعودية لكان من المرجح أن يفشل سيتى بنك.

لكن الدرس الذى تم تلقينه مرتين - أن تكاثر القروض السيئة لن يجعلها جيدة - لم يُستوعب. وخلال العقد الأول من القرن الحادى والعشرين، دخلت سيتى جروب مجال الرهون العقارية عالية المخاطر، والأكثر من هذا، ارتدت درعًا كاملة من الأصول الخطرة[*]. وتمثلت قوتها المفترضة فى تنوعها - ولم تكن محفظة سيتى محشوة فقط بالرهون العقارية لكن بالتزامات الدين المكفولة بضمان، وبقروض العملاء والأعمال الاقتصادية، وبالأسهم الخاصة والمشتقات، أى السلم الموسيقى بكامله. وفى وقت متأخر، مثل أكتوبر تشرين الأول، من عام ٢٠٠٧، (الشهر السابق على إقالة تشوك برينس)، ظلت أكثر الشركات المالية فى البلاد قيمة. على أى حال، انهارت إستراتيجيتها فى إخفاء الأصول عن الموازنة فى أدوات الاستثمار المهيكل، وباتباعها عانت من خسائر مدمرة فى الرهون العقارية. وحتى بعد أن حل ڤيكرام بانديت محل برينس، واصلت سيتى مراكمة خسائر فصلية تصيب بالشلل. وبدأت قوتها تبدو كما لو أنها ضعف. وإذا استسلمت الولايات المتحدة للكساد، فسوف يتعين على سيتى أن تتصدى لقروض العملاء والأعمال الاقتصادية المترنحة إلى جانب الرهون العقارية المنهارة.

(*) استحوذت سيتى جروب على أسوشيتس فريست كابيتال، المقرض الرئيسى للرهون العقارية عالية المخاطر، فى عام ٢٠٠٠، واشترت أيضًا أرجنت موركيج، وهو مقرض متعثر، وأيه. إم. سى. موركيج سيرڤيسيز، وهو مقدم خدمات، فى سبتمبر أيلول، من عام ٢٠٠٧، فى حين كانت الفقاعة تنتفخ. (المترجم)

وكانت محفظتها الدولية بالهشاشة نفسها. وكان لدى سيتى هامش ضئيل من الخطأ بشأن هذه الأصول لأن البنك كان يفتقر لرأس المال بشكل مزمن. وبدأ المستثمرون يتساءلون عن عدد الضربات التى تستطيع تحملها فى وقت واحد. وهبط سعر السهم من ٣٥ دولارًا عندما تولى بانديت القيادة إلى ٢٠ دولارًا فى أقل من عام. وبحلول سبتمبر أيلول، من عام ٢٠٠٨، كان بانديت يعرف، مع أن وول ستريت لم يكن يعرف، أن سيتى تحملق فى هوة سحيقة.

وأعظم مخططات بانديت للتوصل إلى تعاف، كان فى شراء واتشوفيا، وهى خطة اعتنقها بحماس، المنظمون وتِم جايتنر، أكبر مراقب لسيتى جروب، منهم بخاصة. وفى صورة مبسطة، استبصر سيتى إدارة نشاطه للتجزئة من خلال الفرع الأرقى لواتشوفيا للتجزئة، وهو ما قد يأتى مغلفًا كهدية فى صورة ضمان حكومى، وسوف يقدم أيضًا غطاء لقروض سيتى جروب. وبقطف النشاط المصرفى لواتشوفيا، وليس شراء كل الشركة، سوف تترك سيتى خلفها وساطتها وأيضًا طائفة كبيرة من الأصول الأخرى واستحقاقات لا تريدها مثل المظلات الذهبية لواتشوفيا(*). وكانت هذه هى الصفقة التى تصافح بموجبها ستيل وبانديت فى صباح يوم ٢٩ سبتمبر أيلول.

ودأب مدراء واتشوفيا التنفيذيين على حث سيتى على إعادة النظر فى نهجها وأن تستحوذ ببساطة ومباشرةً على واتشوفيا. وتقسيم شركة بها مئات الكيانات القانونية، كان ببساطة شديد التعقيد، خاصة، وسيتى كانت بحاجة إلى اتفاق حاسم خلال أربعة أيام، أو بحلول الجمعة، الثالث من أكتوبر تشرين الأول، حتى يمكنها جمع رأس المال لدعم الشراء. وأرادت الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع صفقة سريعة أيضًا. فهى لا

(*) مصطلح يشير إلى التعاقدات المميزة التى يحصل عليها كبار المديرين فى الشركات من رواتب وتعويضات. (المترجم)

تستطيع أن تغامر ببنك فاشل آخر. ولم يستطع مساعدو ستيل مع هذا المضى قدمًا فى المفاوضات[٤٢٠].

وظلت سيتى جروب تحاول أن تدس داخل واتشوفيا المزيد من الاستحقاقات كان من المقرر أن تترك. وبعد أن فازت من الحكومة بضمان كبير، حاولت سيتى بنهم، بل وبجشع، أن تنتزع من شريكها كل قطعة مما تبقى من قيمتها. وربما رأى بانديت أنه يستطيع أن يملى بنودًا لأن الحكومة كانت ضالعة بشدة فى الاتفاق، كما كان يعرف. وكان ينظر إلى سيتى جروب بأن ضخامتها تحول دون فشلها وأية زعزعة لها سوف يثير رعب الاحتياط الاتحادى.

وخلال شطر كبير من الأسبوع، دعم مفاوضو بانديت بهدوء قضيتهم. ويوم الخميس، اجتمع المديران التنفيذيان الكبيران، فى نيويورك مرة أخرى. ومع بقاء ٢٤ ساعة فقط على الموعد النهائى، كانت الفرق المتنافسة تعمل فى ظل ضغط هائل، وكان اثنان من المديرين التنفيذيين يكتبان بحماس شديد البنود على منديل مائدة. وكانت سيتى جروب لا تزال تسعى للتوصل إلى موقع له أفضلية. وعملت جين شيربورن، المستشار العام لواتشوفيا، فى سيتى وكانت تعرف اللاعبين، لكنها لم تستطع إقناع زملائها السابقين أن يخففوا من مطالبهم. وعندما غادر ستيل إلى مطار تيتربورو فى نيوجيرزى، حيث كانت تقف طائرته، كان لا يزال هناك الكثير من القضايا المهمة معلقة [٤٢١].

كانت واتشوفيا تعتمد على "فقرة القدرة على السداد" التى تسمح لها بترك الصفقة إذا لم يستطع طرف ثالث أن يؤكد، عند الإبرام، أنها ستظل قادرة على الصمود. وفى وقت مبكر من ذاك المساء، فى حين كانت شيربورن تواصل تفاوضها، تنحى بها مساعد جانبًا وأخبرها أن سيتى جروب تتخلى عن فقرة القدرة على السداد. وأزعج شيربورن احتمال إتمام صفقة قد تترك شركتها ميتة. والتقت على الفور بأندرو فيلنر، نائب المستشار العام لسيتى، وزميلها السابق. وبدأت شيربورن بالقول "آندى دعنا نتوصل إلى تفاهم هنا".

ثم رن هاتفها المحمول. كانت شيلا بير على الهاتف. وكان لدى رئيسة الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع أنباء شيقة: ويلز فارجو تدخل العطاء من جديد.

وأعاد بنك سان فرانسيسكو، بعد أن فارقه الأمل فى الفوز بواتشوافيا، التفكير فى خياراته فى ضوء توانى سيتى جروب. ونقلت بير هذه الأنباء إلى ستيل (أصبح عاديًا فيما يبدو أن يعمل مسؤولو الحكومة وسطاء فى الصفقات المصرفية). وشعر ستيل، بعد أن أصبح على مدرج الطائرة ويستعد للإقلاع إلى تشارلوت، بالذهول. وأخبر بير أن تتصل بشيربورن وأغلق الخط. ثم استراح فى جلسته، وابتسم متعجبًا من أحدث منعطفات حياته، بينما كانت صورة جيرزى من أعلى تتلاشى[٤٢٢].

وأخبرت بير، شيربورن (التى خرجت فى عجلة من اجتماعها مع محامى سيتى جروب) أن عرض ويلز لا يتطلب مساعدة اتحادية، ولا يستتبع تقسيم واتشوافيا إلى أجزاء وأنه عند سبعة دولارات للسهم، ويساوى أكثر بكثير لحملة الأسهم من عرض سيتى جروب. باختصار، فهو أفضل فى جميع جوانبه. وأدركت شيربورن على الفور أن سيتى سوف تلجأ للقضاء إذا مالت كثيرًا جدًا فى اتجاه صفقة ويلز. لكن حملة أسهمها سوف يقاضونها على الأرجح إذا تقاعست عن قبول مثل هذا العرض المغرى. وكانت الحكومة الأمريكية تحثها على المضى فيها قدمًا. وأجابت شيربورن، بعد تفكير سريع، بأنها سوف تحتاج إلى أن تفحص اتفاق اندماج توقعه ويلز ويوافق عليه مجلس إدارتها قبل أن تنظر فيه واتشوفيا.

واتصل كوفاسيفيتش، كبير المديرين التنفيذيين لويلز، بستيل عندما هبط، الساعة التاسعة مساء. ووعده بأن اتفاقًا تتم الموافقة عليه قادم فى الطريق. وذكر كوفاسيفيتش أن ويلز سوف تعلن عرضها فى الصباح التالى، وهو يعرف أن هذا سوف يضيف ضغطًا. وفى الساعة التاسعة وأربع دقائق، تلقى ستيل عبر البريد الإلكترونى اتفاق الاندماج الذى وافق عليه مجلس الإدارة. وفى غضون أربع دقائق تقريبًا، كانت ويلز فارجو قد أنجزت ما عجزت سيتى جروب عن إنجازه فى أسبوع.

وبينما كان ستيل يسارع بالعودة إلى المنزل، قرأ رودجين كوهين، محامى سوليفان، وثيقة ويلز ونصح ستيل أنها مرضية. وجمع ستيل مدراءه عبر الهاتف نحو منتصف الليل. ووافق بحماس مجلس الإدارة الذى أدرك أن عرض ويلز أفضل ماليًا – أى أكثر ربحية وصادر عن بنك أكثر سلامة، وعلى خلاف اتفاق سيتى، فهو غير مشروط. وبينما كان ستيل يوقع الاتفاق أرقته فكرة كظل مؤرق. وقال لبير: "أعتقد أن علينا أن نتصل بفيكرام"[٤٢٣].

واتصل ستيل وشيربورن وبير سويًا ببانديت بعد الساعة الثانية صباحًا تقريبًا. وكان ستيل يعرف باندیت منذ سنوات، منذ أيام كانا مصرفيى استثمار شابين. وقال "فيك، يتعين على أن أتحدث إليك عن أمور مهمة".

واستيقظ باندیت على الفور واهتاج على الفور. وفى حالة يأس قال: "شيلا، تعلمين أن هذا لا يتعلق بواتشوفيا وحدها. هناك أمور أخرى على المحك". – فى إشارة إلى انكشاف سيتى جروب[٤٢٤]. لكن بير، السعيدة للغاية بأن هناك مشتريًا راغبًا فى الاستحواذ على واتشوافيا دون دعم وكالتها، رفضت التدخل. وأعلنت صفقة ويلز فى ذاك الصباح مما جعل أسهم سيتى جروب تهبط وأسهم واتشوفيا تصعد بشدة(*).

وانكشف فى ذاك الوقت التظاهر أن سيتى جروب كانت بحاجة إلى المساعدة لمجرد التعامل مع محفظة واتشوفيا، وطلبت سيتى فجأة من الحكومة حماية القروض لنفسها[٤٢٥]. وكان المنظمون يعلمون أن قضايا سيتى يتعين معالجتها. لكن أولى أولوياتهم تمثل فى معالجة النظام المصرفى وإقرار برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة.

(*) تقدمت سيتى جروب بدعوى لكنها فشلت فى أن تعرقل عملية الاندماج التى تمت كما كان مزمعًا فى ٣١ ديسمبر كانون الأول من عام ٢٠٠٨. (المترجم)

ومن الغريب أن يتشبث سوق الأسهم ببرنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، كما لو كان الأمل الأخير فى الإصلاح. وفترت همة التجار بشكل طبيعى بسبب الإشارة إلى توسط الحكومة الذى يتجلى حاليا فى أكبر إنقاذ مصرفى فى التاريخ والذى لولاه لواصلت الأسهم انهيارها. وظهر وارين باقيت، أكثر مستثمرى البلاد ثراء، فى برنامج تشارلى روز التليفزيونى وأعلن أن الولايات المتحدة تواجه بيرل هاربور اقتصادية تتطلب تحركًا من الكونجرس. وباقيت الذى كان طفلا أيام الكساد، ضم قوته بالفطرة إلى الحكومة فى أوقات الشدة، وكان يعلم أن بولسون بحاجة إلى دعمه. ودعم أيضًا السوق، إلى حد ما، بشراء قسط من جنرال إليكتريك بشروط شبيهة بصفقته فى جولدمان.

فشل نموذج باقيت فى حشد دعم الجمهور. ويوم الخميس، الثانى من أكتوبر تشرين الأول، انخفض مؤشر داو ٣٥٠ نقطة. ووافق مجلس الشيوخ، مجتمعًا فى أجواء حصار، على برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة (الذى لم يُعدل إلا قليلا منذ رفضه مجلس النواب مع إضافة شرط رفع سقف تأمين الودائع من ١٠٠ ألف دولار للحساب إلى ٢٥٠ ألف دولار). وعندما تلقى مجلس النواب مشروع القانون يوم الجمعة، كان فى الأساس التشريع نفسه الذى عرض عليه قبل أسبوع - فيما عدا أنه خلال هذا الأسبوع، فقدت الأسهم تسعة فى المئة من قيمتها، وهى ضربة مدمرة لكل أمريكى له حساب تقاعد أو صندق تعاونى أو ما شابه ذلك. وربما يقال إن وول ستريت هو الذى أقر التشريع، لأن النواب غيروا تصويتهم ليس لأن قلوبهم هشت، وليس لأن التعديلات الطفيفة خدعت ذكاءهم، لكن لأنهم لم يريدوا أن يتحملوا مسؤولية انهيار مستمر لوول ستريت. ووقع بوش برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة فى حين كانت أسواق الأسهم فى أدنى مستويات انحسارها فى أربعة أعوام.

وكانت أسواق الائتمان الأكثر أهمية للاقتصاد فى حالة أسوأ. ببساطة لم يكن هناك ائتمان. أدرت أذون الخزانة التى مدتها شهر عُشر نقطة مئوية فحسب، وأدرت أذون الخزانة التى مدتها ثلاثة شهور نصف نقطة مئوية فحسب - فى دليل مستمر

على أن المستثمرين كانوا يتقاعسون عن الإقراض فى أى جانب من الحكومة الأمريكية. والائتمان الذى كان موجوداً بالفعل كان يميل إلى فترات بالغة القصر (على سبيل المثال، القروض التى تنتهى فى غضون أربعة أيام)(٤٢٦). وكان المستثمرون يتراجعون جماعاتٍ عن الأوراق المالية المدعومة بقروض الطلبة أو ديون المستهلكين - وهو النوع من الأوراق المدعومة بأصول التى حافظت على تماسك الاقتصاد على مدار جيل. والمسلمة التى لم تتعرض للفحص (والبارزة) بشأن رأس المال - هى أن التجار سوف يقرضون الأطراف الذين لم يقابلوهم أو يتحدثوا إليهم قط مما ينسج جديلة مستمرة من الائتمان - لم تعد سليمة. وكانت البنوك هى الأشد تعرضاً للضغط، وهى ببساطة كيانات تقترض من بعض المنظمات والأفراد لتقرضها آخرين. وارتفع، إلى أعلى مستوى على الإطلاق، الفرق فى معدل الفائدة على القروض بين البنوك وسندات الخزانة الأمريكية قصيرة الأمد، وهو معيار معاكس لتدفقات الائتمان للبنوك.

وكان تأثير تقلص السيولة للبنوك يشبه تأثير رباط ضاغط على دورة الدم فى الجسم. واضطرت الشركات التى كانت متعطشة للائتمان إلى بيع السلع مقابل النقد. وشكا مايكل جاكسون، كبير المديرين التنفيذيين لأوتو نيشن، أكبر شركة لتجارة السيارات فى الولايات المتحدة، إلى شبكة سى. إن. بى. سى. إن البنوك تبحث عن أى عذر لتقول لا "وتقول لا للزبائن الجيدين". وحذر جاكسون أنه دون ائتمان، فإن ثلاثة آلاف من صالات عرض السيارات قد تخرج من النشاط الاقتصادى.

حتى شركات الدرجة الأولى كانت تشعر بالأزمة. وانخفضت سوق الأوراق التجارية ٩٥ مليار دولار فى أسبوع، لتصل إلى ١,٦ تريليون دولار منحدرة من ٢,٢ تريليون دولار قبل بداية أزمة الائتمان. ولولا القروض قصيرة الأمد هذه، لبدأ النشاط الاقتصادى يتعثر ليتوقف تماماً. وكانت جنرال إليكتريك التى تعرقلت فجأة بسبب النقد مثالا على الطبيعة الشاملة للأزمة، وهو ما كان مقلقاً بشكل خاص

لبولسون. فقد جمع أموالا بناءً على شروط صعبة، وارتفعت العلاوات السعرية على سندات جنرال إليكتريك إلى ٦٠٠ ألف دولار لتزيد أربعة أمثال منذ أغسطس آب. ففشل جنرال إليكتريك، وهي شركة بشهرة مصابيح الكهرباء، وائتمانها يصنف بثلاثة إيه، سوف يكون مدمراً لثقة الجمهور. وناشد جيفرى إميلت، كبير المديرين التنفيذيين للشركة، بولسون أن أى برامج للحكومة تُقدم لإنعاش سيولة البنوك أن تقدم دعماً أيضاً لجنرال إليكتريك[٤٢٧].

ومع انتشار الضرر، عزف المستثمرون في السندات عن المقترضين فى البلديات؛ مما ضغط على إدارات الولايات والمحليات التى واجهت احتمال تقلص عائدات الضرائب مصحوباً بفواتير أموال التقاعد التى طال تجاهلها. وفى اليوم الذى تم فيه إقرار برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، قال أرنولد شوارزنيجر، حاكم كاليفورنيا، إن الولاية سينفد منها النقد فى غضون أسابيع. وألغت واشنطن طرح سندات لتوسيع المطار، مشيرة إلى الافتقار إلى المشترين؛ وكانت مدينة بيلينجز، فى ولاية مونتانا، تكافح من أجل تمويل غرفة طوارئ جديدة للمستشفى المحلى؛ ولم تستطع ولاية مين جمع رأس المال لإصلاح طريق سريع[٤٢٨].

وفى يوم الجمعة نفسه، الثالث من أكتوبر تشرين الأول، كشفت إيه. أى. جى. عن أنها غير قادرة على بيع أى أصول، فقد سحبت بالفعل ٦٠ مليار دولار من قرض قيمته ٨٥ مليار دولار من الاحتياط الاتحادى - وهى الأنباء التى صدمت وكالات التصنيف الائتمانى التى توقعت أن يحدث السحب بتدرج أكثر بطئاً. وفجأةً، أصدرت موديز تصنيفاً أقل، وحتى عمليات الإنقاذ لم تجد نفعاً فيما يبدو. ووافق برنانكى على الفور على قرض إضافى لإيه. أى. جى يقترب من ٤٠ مليار دولار. ومثل القرض نموذجاً مقلقاً: فهو تعهد بالتزام كبير من الاحتياط الاتحادى دون عملية ديمقراطية أو مراجعة بالمرة.

وتمثلتْ جذور الأزمة فى أن كل بنك فى العالم الغربى كان لديه أوامر لتقليص الرافعة المالية، بحكم الحاجة لبيع قروض. والأمل الكبير لبولسون، وهو أن يستطيع

النظام المالى تقليص رافعته المالية تدريجيًا وبشكل أقل إيلامًا نسبيا، تحول إلى رماد. وكان عدد القروض المتعثرة وحجمها ببساطة بالغ العظم. وفى مؤشر على الضخامة، خفضت موديز، بحلول ٣٠ سبتمبر أيلول ومنذ بداية الأزمة، تصنيف ٤٢٢١ شريحة من التزامات الدين المدعومة بضمان قيمتها الإجمالية ٤٥٠ مليار دولار. وكان أكثر من ٨٠ فى المئة (من حيث القيمة بالدولار) مصنفة فى الأصل بثلاثة إيه، والنصف لم يخفض تصنيفه فحسب، لكن تقدم بإخطارات عجز عن السداد. والسندات التى تم تخفيضها وعجزت عن السداد كانت فى دفاتر البنوك ومؤسسات أخرى، ولم يكن هناك طريقة غير مؤلمة للتخفف منها[٤٢٩].

وفى مقال ثاقب البصيرة، نُشر فى مجلة تايم، أحصى المؤرخ البريطانى نيال ڤيرجسون أن خسائر البنوك أثناء الأزمة وصلت إلى ١٠٠ مليار دولار أى أكثر من إجمالى رأس المال الذى تم جمعه، مما يدل على أن البنوك سوف تضطر إلى تقليص أصولها بأقل من تريليون دولار[٤٣٠]. (لأن كل دولار من رأس المال يدعم عشرة دولارات أو أكثر فى الموازنة). وكفل هذا المزيد من انخفاض الأسعار والمزيد من خسائر البنوك.

وانطوى دمار البنوك على قضية تتعزز دومًا لاستخدام برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة لضخ رأس المال. وكان هناك مجموعة من الاساتذة الجامعيين الذين كان يستشيرهم برنانكى دوريًا فى الاحتياط الاتحادى فى يوم الجمعة ذاك، وأوصوا بشدة على استثمار رأس المال، مشيرين إلى أنه أجدى نفعًا فى السويد أثناء أزمتها المصرفية فى تسعينيات القرن الماضى. وذكر برنانكى بالتأكيد هذا لبولسون، لأن الوزير أخبر موظفيه أنه يريدهم أن يعملوا على "برنامج رأسمال"[٤٣١]. ثم أخذ بولسون أسرته إلى جزيرة قبالة ساحل جورجيا لقضاء عطلة نهاية الأسبوع فى الصيد والتخفف من الضغط. وفى يوم الإثنين الذى عاد فيه، انهارت أسواق رأس المال حول العالم.

الفصل الثامن عشر

الاشتراكى المتردد

يتعين على مالكى احتياط النقد [البنك المركزى] ألا يكونوا مستعدين لأن يحتفظوا به من أجل استحقاقاتهم فحسب، بل أيضًا لتقديمه بأقصى حرية لاستحقاقات الآخرين. فيتعين عليهم أن يقرضوه للتجار والبنوك الصغيرة و"لهذا الرجل وذاك الرجل" ما دام الأمن جيد.

الصحفى والتر باجوهوت، الإيكونوميست، فى عام ١٨٧٣[٤٣٢].

فى يوم الإثنين السادس من أكتوبر تشرين الأول، شهد العالم حالة هلع عالمية. فالأجانب الذين كانوا يستثمرون بنشاط فى الرهون العقارية الأمريكية، على أساس الزعم الاعتباطى أن أمريكا فى حصانة من الانهيار المالى، استيقظوا على الإدراك الواقعى أن الأسواق العالمية مترابطة تمامًا فى الجانب الأسفل من الدورة. وانخفض سوق الأسهم فى الصين خمسة فى المئة فى يوم واحد، وانخفضت أسواق اليابان وكوريا أكثر من ثلاثة فى المئة، وسوق روسيا انخفضت بنسبة مدمرة بلغت ١٩ فى المئة. والحكومة الألمانية، التى عملت على السيطرة على العدوى كما لو أنها وباء يدور متجه غربًا، ضمنت كل وديعة فى النظام المصرفى. وانتشر الهلع: انخفضت الأسواق فى فرنسا تسعة فى المئة، وفى بريطانيا ثمانية فى

المئة. وفى أمريكا، أغلق مؤشر داو على أقل من عشرة آلاف لأول مرة منذ عام ٢٠٠٤، وأخبر جيم كرامر، وهو يذيع أخبار الأسواق المضطربة، المستمعين أن "يبيعوا كل شيء الآن".

وركز برنانكى على أسواق الأسهم أقل من تركيزه على الاقتصاد الراكد. فبعد شهور كثيرة من تقليص الخطر إلى أقل حد، كان الاحتياط الاتحادى يواجهه بأدلة لا لبس فيها على أن أمريكا تدخل حالة كساد، إذا لم تكن قد دخلت فيها بالفعل. كانت ديون بطاقات الائتمان المتعثرة تتصاعد، ومبيعات التجزئة تنخفض، والتصنيع يهبط، وأسعار المنازل تنخفض للربع التاسع على التوالى. وإجمال الوظائف انحدر لتاسع شهر على التوالى. وتزايد إقبال برنانكى على انتهاز الفرصة، فرفع القروض ثلاثة أمثال لتصل إلى ٩٠٠ مليار ليبيعها الاحتياط الاتحادى للبنوك من خلال برنامج المزادات المؤقت، وهو إحدى آليات الإقراض المرتبكة تم ابتكارها خلال العام السابق. ومثل وصفات الاحتياط الاتحادى الأخرى، عالجت هذه الآلية سيولة البنوك وليس رأسمالها. ونشر أحد المدونين على الإنترنت متشككًا، "السيولة تُلقى على النظام... لكن هذا لا يزيد الطين إلا بلة"(٤٣٣).

وبإنصاف أكبر، كان عمل الاحتياط الاتحادى جريئًا لكنه لم يكن كافيًا. وفى يوم الثلاثاء، السابع من أكتوبر تشرين الأول، أقدم برنانكى على خطوة أفضل، معلنًا أن الاحتياط الاتحادى سوف ينشئ إدارة لشراء الأوراق المالية التجارية. كان هذا إجراء ثوريًا مثل النقود الورقية أو المضارب الألومونيوم. كان الاحتياط الاتحادى دومًا مصرفًا للبنوك. إذا أراد أن يحفز مبيعات السيارات أو الصناعة كان يقرض المال للوسطاء الماليين، واثقًا من أن السيولة المضافة سوف تتدفق إلى باقى الاقتصاد. لكن البنوك كانت فى حالة بيات – عديمة الفائدة. وقال برنانكى إن الاحتياط الاتحادى سوف يقدم قروضًا مباشرة إلى متاجر البيع بالتجزئة ومنتجى أجهزة الكمبيوتر

وشركات الطيران من خلال شراء أوراقها التجارية المالية. وسوف يكون أيضًا بنكًا لكل شركة فى شمال أمريكا، إذا لزم الأمر(*).

انهارت الأسواق على أى حال - مرة أخرى. وخسر مؤشر داو ٥٠٠ نقطة فى يوم الثلاثاء ذاك. وفنيت الأسهم المالية. وبنك أوف أمريكا، الذى قلص أرباحه وتحدث عن مشاكل ائتمانية متزايدة، انتهى إلى بيع هزيل لأسهم مع هبوط أسهمه ٢٦ فى المئة. ومورجان ستانلى، الذى وقع اتفاقًا نهائيًا، لكن كان لا يزال يكافح ليختتم استثماراته مع ميتسوبيشى، انخفض ٢٥ فى المئة. وأغلقت الأسهم تحت ٢٠ دولارًا لأول مرة فى عقد من الزمن، مع تضخم الإشاعات بأن ميتشوبيشى قد تحنث بوعدها. كان السوق يستبعد الأسهم التى نزع منها التمويل إلى حد كبير. وهبطت فورد موتور، الحساسة للغاية لمخاوف الكساد، إلى ما دون ثلاثة دولارات فى أدنى مستوى لها منذ منتصف الثمانينيات. حتى جوجل، ملك الإنترنت، انخفض إلى نصف أعلى مستوى له. وعلى مدار العام السابق، خسرت الأسهم المدرجة فى الولايات المتحدة سبعة تريليونات دولار فى قيمة السوق.

كان وول ستريت يدخل أرضًا من التطرف النظرى، الأرض التى اختبرها برنانكى بعد فترة قصيرة من تعيينه فى الاحتياط الاتحادى فى عام ٢٠٠٢، عندما حدد إطار عمل كيفية الاستجابة المحتملة على أزمة اقتصادية حادة - إلقاء النقد من طائرة هليكوبتر، كما عبر عن ذلك بشكل غريب. ولاحظ عند حديثه بشكل افتراضى:

(*) كان هناك سابقة بعيدة. وأثناء الكساد، أقرض الاحتياط الاتحادى شركات صناعية متنوعة، غالبًا فى صورة مبالغ متواضعة: واقترضت شركة للأخشاب فى سانت بول ١٠٠ ألف دولار، ومصنع فى ويسكنسن ٤٠ ألف دولار، وتاجر فى نورث داكوتا ثلاثة آلاف دولار. وعُرفت مثل هذه القروض باسم "إقراض القسم ١٣ (بي)" بعد قسم أضيف إلى قانون الاحتياط الاتحادى فى عام ١٩٣٤، للتعامل مع "الظروف الاستثنائية". وتم إحياؤه مرة أخرى فى عام ٢٠٠٨. (المترجم)

الولايات المتحدة لديها تكنولوجيا تسمى الطباعة (أو اليوم مقابلها الإلكترونى) التى تسمح لها بإنتاج ما تريد من الدولارات الأمريكية دون كلفة بشكل أساسى. ومن خلال زيادة عدد الدولارات الأمريكية فى الدوران أو حتى من خلال التهديد بشكل موثوق به بفعل هذا، تستطيع الحكومة الأمريكية أن تقلص أيضًا قيمة دولار فيما يتعلق بالسلع والخدمات وهو ما يقابل رفع الأسعار فى صورة دولارات لهذه السلع والخدمات. ونستخلص أنه فى ظل نظام النقود الورقية فإن حكومة ماضية العزم تستطيع أن تولد دومًا إنفاقًا أعلى ومن ثم تضخمًا إيجابيًا.

كانت المشكلة المحددة التى كان يفكر فيها برنانكى، فى عام ٢٠٠٢، هى تقليص التضخم، تمييزًا له عن الكساد، لكنهما ظاهرتان متشابهتان أو متلازمتان على الأقل بشكل قوى. وعلاج واحدة (الطلب القوى يؤدى إلى أسعار أعلى) هو أيضًا علاج للآخر. ونمطيًا، فلإحياء اقتصاد فى حالة سبات، يتعين أن يضخ الاحتياط الاتحادى المال فى النظام ببيع أذون الخزانة أو ديون الوكالات الاتحادية. وكلما باع، كبر إمداد المال، ومن ثم، انخفضت أسعار الفائدة. لكن ماذا لو انخفضت أسعار الفائدة إلى صفر وما زال الاقتصاد يعجز عن الانتعاش؟ أكد برنانكى على أنه لن يضيع كل شىء. "لتحفيز إنفاق مجمع عندما تصل أسعار الفائدة على المدى القصير إلى صفر، يتعين على الاحتياط الاتحادى أن يوسع نطاق مشتريات أصوله أو، من المحتمل، أن يوسع قائمة الأصول التى يشتريها". كان برنانكى ثاقب البصيرة بشكل استثنائى حين قال:

الاحتياط الاتحادى لديه سلطات واسعة فى الإقراض للقطاع الخاص بشكل غير مباشر من خلال البنوك، عبر إدارة الخصم فى الاحتياط الاتحادى. لذا، فالبديل الثانى للسياسة، المكمل للعمل فى الأسواق للخزانة وديون الوكالة، سوف يكون بالنسبة

إلى الاحتياط الاتحادى هو أن يقدم قروض ثابتة المدة للبنوك بفائدة منخفضة أو بدون فائدة، مع طائفة واسعة من الأصول الخاصة (تتضمن، بين أشياء أخرى، سندات الشركات والأوراق التجارية وقروض البنوك والرهون العقارية) التى اعتبرت مرغوبة مثل ضمان [تم إضافة التأكيد بالخط السميك]"(٤٣٤).

وفى عام ٢٠٠٢، تخيل برنانكى فى بداية الأمر خفض معدل الفائدة إلى صفر، ثم إذا لزم الأمر، توسيع قائمة الأصول التى قد يشترى أو يقترض مقابلها. وفى عاصفة الائتمان لعام ٢٠٠٨، قلب برنانكى النظام. وكما لاحظ اقتصادى من جيه. بى. مورجان، فى أكتوبر تشرين الأول، "كثير من النشاط الذى انخرط فيه الاحتياط الاتحادى على مدار العام الماضى تطلب خلق أدوات جديدة تغير تأليف الأصول فى موازنتها""(٤٣٥).

ومن الواضح أن معدلات الفائدة المنخفضة كانت هى الأداة المتبقية. وكما لاحظ برنانكى، لم يكن هناك حد نظرى على كمية الأموال التى يستطيع الاحتياط الاتحادى ضخها فى النظام. والشهر الماضى، تضخمت موازنة الاحتياط الاتحادى ٦٠ فى المئة. وكان مراقبو الاحتياط الاتحادى قلقين بالفعل من أن يخفض البنك قيمة الدولار بطباعة النقود عشوائيًا. وانخفض معدل فائدة الصناديق الاتحادية إلى اثنين فى المئة داخل نطاق الحد النظرى الأدنى: صفر. ومعدل الفائدة صفر يعادل مالا مجانيًا مما يميل إلى الإغراء بسلوك منحرف ومسرف فى المضاربة. ومن الصحيح أن أخر مرة كان فيها معدل الفائدة منخفضًا للغاية حدث بعد كساد عام ٢٠٠١، وأدى المال الرخيص إلى فقاعة الرهون العقارية. ولم تكن هذه سابقة مفادها أن البنك المركزى متلهف على معاودة الزيارة. ومنذ أبريل نيسان، حتى عندما كان اقتصاد الرهون العقارية ثم وول ستريت ينهار، لم يجرؤ الاحتياط الاتحادى على تقليص معدل الفائدة أكثر"(٤٣٦).

لكن البيانات الاقتصادية التى ظهرت فى بداية أكتوبر تشرين الأول، كانت ببساطة مروعة. فبلغت البطالة ٦,٢ فى المئة، فى أعلى مستوى لها فى خمس سنوات. وانخفض الإقراض للرهون العقارية فى ربع عام إلى أدنى مستوى له فى ثمانية أعوام. وانخفضت مبيعات التجزئة فى متاجر جيه سى. بينى، الأداة الأساسية لقياس مبيعات التجزئة فى وسط أمريكا، ١٢ فى المئة، وفى نيمان ماركوس الراقية انخفض أكثر من هذا. ومع هبوط ائتمان المستهلك (وهو رقم تزايد بثبات تقريباً) لأول مرة فى ١١ عامًا، مما يشير إلى أن الأسر كانت تلجم ديونها، وأنه من المؤكد أن التراخى فى نشاط المستثمر سوف يستمر. وبالنسبة إلى ديترويت، انخفضت مبيعات السيارات فى الربع سنة بنحو الثلث، وهو انخفاض ينم عن مستوى ركود شبيه بالكساد. ومع توقف قروض السيارات، وخروج المشترين المحتملين من الائتمان، كانت جنرال موتورز تضيع أكثر من مليار دولار فى الشهر. وكانت قدرتها على السداد فى خطر- فى تذكرة أخرى بأن الأزمة المالية تدمر قلب الصناعة فى البلاد. وبالنسبة إلى برنانكى، كان التهديد كافيًا للمغامرة بالحد الأدنى. لكنه اعتقد أن الولايات المتحدة يجب ألا تتصرف وحدها.

كان أحد الدروس المريرة لثلاثينيات القرن الماضى أن سياسات الاقتصاد أحادية الجانب مدمرة تقريبًا للعالم مثل الأعمال العسكرية أحادية الجانب. ففى ثلاثينيات القرن الماضى، رفعت البلدان التعريفات الجمركية معتقدة أنها تحمى أسواقها المحلية. ولأن بعض البلدان كانت مرغمة على اتباع النهج، تمثلت النتيجة فى خسارة جماعية (ومدمرة) للتجارة. وحاولت البلدان أن تكسب ميزة تنافسية بخفض قيمة عملاتها مما أدى بالمثل إلى دائرة "إفقار الجار" الجهنمية، عن طريق خفض قيمة العملة.

ومهما يكن من أمر عيوبها، تحررت البنوك المركزية فى القرن الحادى والعشرين من أوهام أنها تستطيع أن تخطط لعمليات تعافى بشكل منعزل. كانت اقتصاديات إنجلترا وفرنسا وألمانيا تتقلص ومن المفترض أنها فى حالة كساد. وأيسلندا، الدولة المزدهرة فى السابق، حيث كان المستثمرون يتحلون بتباه بساعات يد قيمتها ١٠ آلاف

دولار، أصبحت فى الأساس عاجزة عن السداد- بنوكها ودولتها القومية على السواء.
وكان وقوع كساد عالمى هو دومًا أعمق مخاوف برنانكى، لأنه كان يحمل جرثومة عدوى فيروسية تصيب فيها دولة دولة أخرى. وأثناء عمله على تخفيف حدة هذا الخطر، أعلن برنانكى وخمسة بنوك مركزية أخرى (فى أوروبا وإنجلترا وكندا وسويسرا والسويد)، يوم الأربعاء، فى الثامن من أكتوبر تشرين الأول، عملية خفض منسقة لمعدل الفائدة-هى الأولى على الإطلاق. وتم خفض معدل الفائدة على أموال الاحتياط الاتحادى إلى نسبة فى رقة ورقة، ليصل إلى ١,٥ فى المئة.

وظلت الموازنات القومية من اختصاص الدول المفردة (فدافعو الضرائب فى الولايات المتحدة لم يكونوا مستعدين لأن ينقذوا البنوك الأمريكية، كما اكتشف ليمان). لكن الحكومات كانت تنظر إلى إحداها الأخرى. وفى يوم الأربعاء، الثامن من أكتوبر تشرين الأول، فى حين كانت البنوك المركزية تستعد لتقليص مشترك فى معدل الفائدة، ألقى أليستير دارلينج، وزير الخزانة البريطانى، قنبلة. أعلن دارلينج، الذى كان ماركسيًا فى شبابه، عزمه على أن يضخ ٥٠ مليار دولار فى البنوك البريطانية - وهى أول قوة غربية كبيرة تتخذ خطوة باتجاه التأميم. وقذف دارلينج، فى الوقت نفسه، بقنبلة ثانية فى البركة، فضمن ٢٥٠ مليار جنيه أسترلينى من ديون البنوك البريطانية. وكانت أيرلندا قد أعلنت بالفعل ضمانًا للديون، وكانت دول أوروبية أخرى تبحث بحماس فعل الشىء نفسه.

ولم تفلح هذه التدخلات الوزارية فى التصدى للهلع فى أمريكا، حيث انخفضت فيها الأسواق يوم الأربعاء اثنين فى المئة أخرى. لكن توقيت التحركات البريطانية كان من العناية الألهية. كان وزراء مالية مجموعة السبع (التى تمثل القوى الاقتصادية الغربية بالإضافة إلى اليابان)، من المقرر أن يصلوا إلى واشنطن يوم الجمعة، عشرة أكتوبر تشرين الأول، يتبعهم فى اليوم التالى جماعة أوسع هى مجموعة العشرين، وأيضًا صندوق النقد الدولى. وبضربة، قدم دارلينج جدول الأعمال.

ومع تفكك الأسواق، اكتسبت القمم المقررة هالة مجلس وزراء طوارئ عالمي. وفى أمريكا، كانت مقترحات الإنقاذ تتطاير عبر الفضاء الرقمي، حيث نادى السياسيون والخبراء، بطرق مختلفة، باتخاذ المزيد من إجراءات السيولة وصفقة جديدة ثانية، وعلى الجانب المقابل من نهاية الطيف، وقف عمليات الإنقاذ. وتمثل تأثير التحرك البريطاني فى أن تعيد واشنطن تركيزها على الفكرة التى طالما نضجت ببطء والمتمثلة فى الحصول على ملكية الأسهم فى البنوك.

وانطلق التصور المبدئى لاستخدام برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة لشراء الرهون العقارية فى البداية ببطء. ولم يكن أحد فى الخزانة يعرف ما الرهون العقارية التى عليه أن يشتريها، وما مقدار المال الذى عليه أن يدفعه مقابلها. ومع ظهور السابقة البريطانية فى الأفق بشكل كبير، حث برنانكى وجايتنر، بولسون على ضخ رأس مال فى البنوك مباشرة. وكان بولسون يستمع إلى نصيحة مشابهة من مساعديه. وكان مسؤولو الخزانة يجسون نبض وول ستريت بشأن إمكانية استثمار مشترك واستثمار خاص، لكن المصرفيين حذروا ضد هذا. والسوق كانت ميتة. وتعين أن يكون هناك ضخًا حكوميًا"[٤٣٧].

وانتعش رودريجيث بإشاعات خطة رأس المال لدرجة أنه استأنف شراء الأسهم. وبناء عليه كتب: "الاحتياط الاتحادى والخزانة الأمريكية بدأ أخيرًا فهم أن جوهر قضية هذه الأزمة هو نقص فى رأس المال وليس فى السيولة"[٤٣٨].

يجب أن يُنظر إلى الاتهام بأن الحكومة أساءت التعامل من الأزمة، ضمن السياق. فالأدوات المتاحة للاحتياط الاتحادى – تعديل معدل الفائدة وتقديم القروض– كلها تتعامل مع السيولة. وفى غياب تحرك من الكونجرس، لم يكن لدى الخزانة أدوات. وقال برنانكى، وهو يتذكر، أنه فهم دائمًا الحاجة إلى رأس المال لكنه افتقر إلى وسائل توفيره، وبالتأكيد، سعى لما سوف يصبح برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة قبل بولسون. لكن برنانكى تأخر أيضًا فى إدراك أن النظام المصرفى كان ضعيفًا. وفى أحد الجوانب الحاسمة، فربما ضلله تدريبه بشأن الكساد. فقد كان فشل البنوك فى

ثلاثينيات القرن الماضى مناسبات للسيولة – هروع إلى سحب الودائع من البنوك. ومن ثم، ففى عام ١٩٣٠، عندما بدأت حالة الهلع جدياً، لم تكن البنوك كجماعة تفتقر إلى رأس المال (مع أن الكثير منها أصبح يفتقر لرأس المال فى وقت لاحق)"[٤٢٩]. كانت البنوك ببساطة غير قادرة على تلبية طلبات المودعين الفورية للحصول على النقد. كان هذا العام مختلفاً؛ فبينما كان الهروع لسحب الودائع ملمحاً للأزمة، فقد كانت البنوك متخمة بالأصول الدخيلة التى هبطت قيمتها أو لم يكن السوق راغباً فى تحديد أى قيمة لها. كان ضعفها كامناً فيها. وبمجرد أن أدرك برنانكى هذا، خلص فى تأكيد إلى أن الولايات المتحدة لا يمكنها أن تترك البنوك المتوعكة تتخلف فى حالة غير حصينة. وبحلول بداية أكتوبر تشرين الأول، كان يقول لجمهور فى واشنطن "تعلمنا من خبرة التاريخ أنه فى ظل الأزمات المالية الحادة، إذا وصل تدخل الحكومة إلى مرحلة فيها الكثير أو معظم المؤسسات المالية غير قادرة أو تكاد لا تقدر على السداد، فإن كلفة إصلاح النظام تتزايد بشدة".

وفى يوم الخميس، التاسع من أكتوبر تشرين الأول، فى ذكرى مرور عام على أعلى قمة على الإطلاق يبلغها سوق الأسهم، انهار السوق مرة أخرى. وهبط مؤشر داو ٦٧٩ نقطة. فقد التجار الحس، ودخلت الأسهم أرض عجائب مشوهة تحكمها قوى لا يمكن إدراكها. وكان المستثمرون العاديون مصابون بالهلع – قيل إن بعضهم كان يصرخ فى موظفى الصناديق التعاونية قائلين: "أخرجنى وكفى!" ومنذ القمة التى بلغها السوق قبل عام، انخفض السوق ٤٢ فى المئة. وانخفض ٢٦ فى المئة فى شهر و٢٢ فى المئة فى سبعة أيام من أكتوبر تشرين الأول. ومدخرات التقاعد التى تراكمت على امتداد الحياة تبخرت فى أيام.

وكان المستثمرون فى الأسهم المالية يبيعون دون تمييز، كما لو أنهم مهوسون أفاقوا من السكرة. وتخلص مايكل سيرينزى، وهو منتج أفلام، من محفظة مالية كبيرة من أسهم البنوك، وشرح واقع الحال لنيويورك تايمز: "هذا [السوق] لن يعود"[٤٤٠]. وأدرك المستثمرون الذين كانوا فى سفوح السوق، بشكل لا يقل عن أولئك

الذين كانوا فى قمتها، أن الاتجاه لن يتوقف، كما لو أن القوى الدورية التى تحكم التقييم ألغيت ببساطة.

وأصاب البلاء المحترفين الخبراء كما أصاب المستثمرين العاديين. وشعر رالف شلوسشتاين، المشارك فى تأسيس بلاك روك، كما لو أن العالم ينتهى. فمدير صندوق التحوط الحذر عادة، بلغ ذهوله من أسعار الأسهم المتذبذبة درجة منعته من الاستثمار فى أى منها. وتحدث الخبراء بحماس عن أرمجدون مما أذكى الهلع. وصارح جيم روجرز، المستثمر المغترب فى سنغافورة، بلومبيرج نيوز قائلا: "الناس يبيعون كل شىء، مهما يكن من أمر الأساس المنطقى. إنها عملية تصفية إجبارية". وتوقع استطلاع لرأى اقتصاديين حدوث أطول كساد فى أكثر من نصف قرن. وخشى وول ستريت من أنه مهما يكن من أمر ما تفعله الخزانة لإحياء البنوك فإنه سوف يقلل من قيمة أسهم البنوك الخاصة. وكنتيجة لهذا كانت أسهم البنوك تُذبح بوحشية.

وعززت فوضى السوق قلق مورجان ستانلى فيما يتعلق بصفقتها التى تتقدم ببطء مع ميتسوبيشى. ومع توافر موافقة من المنظمين أخيراً، تعين على الشركات أن تعانى خلال فترة انتظار مدتها خمسة أيام لإتمام الصفقة. وكما حدث، فقد صادفت فترة الانتظار انتهاء الحظر على البيع على المكشوف. واتخذت صناديق التحوط التى مازالت غاضبة من جون ماك، هدفًا مرة أخرى. فى يوم الخميس ذاك، فى التاسع من أكتوبر تشرين الأول، انخفضت أسهم مورجان ستانلى ٢٦ فى المئة إلى ١٢,٥ دولار، بانخفاض أكثر من النصف منذ إعلان الصفقة.

وأكدت ميتسوبيشى على نيتها فى أن تمضى قدمًا فى الاستثمار؛ وعلى أى حال، كان الأمر ملزمًا تعاقديًا. لكن هبوط أسعار الأسهم يخلق قوانينها. وبعد أن شهدت أسهم فانى وفريدى وإيه. أى. جى انخفاضًا إلى دولار أو دولارين، تمسكت ميتسوبيشى بأن إنقاذ الخزانة للبنوك سيضعف استثماراتها. وكان المصرفيون يتعلمون حقيقة مزعجة. الأسواق ترى فى رأس المال الخاص تصويتًا بالثقة؛ وترى فى رأس المال العام العكس تقريبًا: علامة على رأس مال خاص غير راغب. ومثلت

الإشاعات عن برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة قوة جذب تسحب أسعار أسهم البنوك إلى أسفل دون توقف.

ويوم الجمعة، واجهت مورجان ستانلى ضربة أخرى. انخفضت أسهمها إلى ٩,٦٨ دولار - أدنى مستوى فى ١٢ عاماً، وانخفاض بنسبة ٦٠ فى المئة فى أسبوع. وعند هذا السعر، كانت الشركة تساوى أكثر بقليل فحسب مما كانت تخطط ميتسوبيشى لاستثماره. وبدأ العقد يصعب الدفاع عنه فيما يبدو. ومع أن سيولة مورجان ستانلى تحسنت، انتشرت شائعات مفادها أن النقد ينضب منها، وانسحبت ميتسوبيشى[٤٤١]. وارتفعت أقساط التأمين على سنداتها إلى ١,٣ مليون دولار- وهو مستوى ينذر بإفلاس وشيك. ووضعت موديز سنداتها فى قائمة المراقبة لخفض تصنيفها.

واجتمع بولسون، الخائف مجدداً من أن تتفكك مورجان ستانلى، مع وزير المالية اليابانى ومحافظ البنك المركزى اليابانى اللذين كانا فى واشنطن لحضور اجتماعات مالية عالمية، وناشدهما أن يبقيا ميتسوبيشى فى الصفقة. ووعد بولسون بألا يستخدم برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة بطريقة تضعف أسهم مورجان ستانى - وهو عرض استثنائى لدولة أجنبية. ولم يلتق بولسون فى منتصف الطريق مع بريطانيا، عندما كان باركليز يحاول الاستحواذ على ليمان. لكن الاعتقاد المزهو بنفسه بأن السوق الحرة تستطيع أن تعالج أى طارئ رقد فى أسمال بالية. والآن لم يعد هناك حديث عن المجازفة الأخلاقية. وأعقب بولسون بخطاب رسمى من الخزانة إلى الوزارة، متعهداً بعزم أمريكا على احترام مصالح مستثمرى الأسهم بما فى ذلك البنوك الأجنبية[٤٤٢].

وحل وزراء الخارجية ومصرفيو البنوك المركزية وحاشيتهم من المساعدين على واشنطن يعالجون أكداساً من التقارير المترعة بالتحليلات المحزنة والأرقام الكئيبة. ومع تهدئة سرعة السيارات التى كانت تقل الوزراء باتجاه وزارة الخزانة، ترددت أصداء الأزمة المالية حول العالم، كما لو كان الأمر منسقًا سلفًا. وفى اليابان، تهاوت

شركة تأمين وانهارت أسواق الأسهم ١٠ فى المئة. وتوقفت الأسواق فى البرازيل وروسيا فعليًا عن التعامل. وأيسلندا، بعد أن حل عليها محققو تقصى الحقائق من صندوق النقد الدولى، ترنحت صوب إفلاس وطنى.

ومع أخذ محنة اليابان فى الاعتبار، خافت حكومتها من احتمال أن تستورد ميتسوبيشى مشاكل أمريكا. وحاول كيفين وارش، من الاحتياط الاتحادى، مضاعفًا جهود بولسون، أن يهدئ مخاوف الوزير. وأصبحت أمريكا متوسلا يناشد اليابان للحصول على رأس المال. واستجابت طوكيو عبر قناة غير متوقعة: رودجين كوهين، محامى الأوراق المالية الذى كان يمثل ميتسوبيشى. واتصل كوهين بوارش هاتفيًا، وبعد قليل من التقديم، أعلن فجأة "كورياناجى وأنا نريد أن نأتى". كان نوبو كورياناجى كبير المدير التنفيذيين لمتسوبيشى، ثانى أكبر بنك فى العالم. كان فى نيويورك يعد لجولات من شرب الأنخاب مع مورجان ستانلى، لكنه ظل قلقًا بشأن خطط الخزانة. وسافر كورياناجى مع مترجم إلى واشنطن. واجتمعا مع مسؤولين من الاحتياط الاتحادى فى مكتبة البنك المركزى حيث سمعا من المصدر الأول بشأن تعهد الحكومة بأنها لن تضر المستثمرين.

كان روب كيندلر، المصرفى من مورجان ستانلى، يراقب بعصبية ميتسوبيشى التى كان يتوخى مصرفيوها اليقظة الواجبة فى مقر البنك الأمريكى. وعندما أغلقت الأسواق يوم الجمعة، تنفس الصعداء. وظلت ميتسوبيشى، فيما يبدو، ضمن القافلة. وذهب كيندلر، يوم السبت، جوًا إلى منزله الصيفى فى كيب كود. ولعب جولة من الجولف. ثم جاءته أنباء من المكتب. كانت ميتسوبيشى تطالب بتعديلات. وذهب كيندلر جوًا إلى المنزل وقضى ما بقى من عطلة نهاية الأسبوع يراجع الصفقة. فمع سعر السهم الذى يبلغ تسعة دولارات، كانت مورجان ستانلى تحتاج رأس مال ميتسوبيشى قبل أن يعاد فتح الأسواق. لكن كان هناك مشكلة. فيوم الإثنين، هو يوم كولومبس؛ لكن الأسواق كانت مفتوحة والبنوك مغلقة وميتسوبيشى لا تستطيع أن تنقل المال عبر نظام

الواير. واقترح كيندلر أن يتم التسليم بشيك ورقى – مكتوبًا على منديل مائدة، إذا لزم الأمر – بقيمة تسعة مليارات دولار.

وبينما كان بولسون مشتتًا بسبب مورجان ستانلى واجتماع قمة مجموعة السبع يوم الجمعة، أصبحت سوق السندات فى أمريكا أكثر كسادًا عما مضى. وتخلى المستثمرون عن محاولة التنبؤ بشأن أى الشركات قد تبقى قادرة على السداد، وتوقفوا عن الإقراض تمامًا. وارتفع معدل الفائدة على الديون عالية العائد (التى كان على الشركات رديئة التصنيف أن تدفع لها للحصول عليها كقروض)، ٢٢ فى المئة، وهو معدل يوحى أنه مفروض من مافيا. حتى السندات التى من درجة الاستثمار ارتفعت إلى نسبة مرتفعة بلغت ٩,٥ فى المئة. وكان الخوف من الإقراض معديًا. وانتبه مستثمر محنك من ولاية تينيسى إلى ما كان يعتقد أنه صفقات لا تصدق. فالسند الذى مدته عام واحد لجنرال إليكتريك كابيتال كان يدر ١٠ فى المئة. وكان سند مورجان ستانلى الذى مدته عامين يدر ٢٥ فى المئة. وإذا ظلت الشركة قادرة على السداد لمدة ٢٤ شهرًا فحسب، فسوف يزيد الاستثمار أكثر من النصف. ونظر الرجل الذى من تينيسى بجوع إلى هذا، وإلى سندات أخرى كاسدة بشدة. وكانت سيتى جروب تدر ٤٠ فى المئة وجنرال موتورز وفورد بين ٥٠ و٧٠ فى المئة. لكن مع التقاط العدوى، فقد أعصابه. ماذا لو أغلقت جنرال إليكتريك فى ستة أسابيع. أو فى أسبوعين؟ وبدلا من شراء المزيد من السندات، بدأ فى بيعها[٤٤٣].

كان المعدل الذى يراقبه بولسون أكثر هو بالتأكيد ليبور (سعر القروض إلى البنوك) الذى ارتفع إلى قمم جديدة. وبلغتْ الفجوة بين كلفة الاقتراض من البنوك وكلفة الاقتراض من الحكومة رقمًا قياسيًا بلغ ٤,٦ فى المئة. وقبل شهر كانت واحد فى المئة. بعبارة أخرى، ارتفعت العلاوة السعرية للاقراض لبنك خاص بدلا من الحكومة، إذا كان المرء أحمق بدرجة تجعله يجرب، أكثر من أربعة أمثال. وكما يدل اتساع الفجوة فى الفرق بين كلفة الاقتراض من البنوك وكلفة الاقتراض من الحكومة، كان المستثمرون يلقون بالمال إلى الحكومة. وانخفض العائد على أذون الخزانة التى

مدتها ٣٠ يوماً إلى معدل مجهرى بلغ خمسة من واحد من المئة من النقطة. لكن رأس المال كان يهجر الصناعة الخاصة التى كانت قبل كل شىء أساس النظام الرأسمالى. وأضاف الانخفاض الكبير فى ائتمان البنوك ضغطًا على بولسون ليعيد توجيه برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة. وخلق أيضًا اجتماع الخبراء الماليين الدوليين قوة دفع لسياسة موحدة. وخيم إحساس بالقلق المشترك على الاجتماعات الوزارية. ونحيت خطط العمل الرسمية وهى، نمطيًا ملمح لمثل هذه الاجتماعات المملة، وحاول الوزراء، مثل وفود يجادلون بشأن دستور جديد، أن يصيغوا إطار عمل لنظام مالى جديد.

وتعين على كثير من الأوروبيين من بينهم جان كلود تريشيه، رئيس البنك المركزى الأوروبى، أن يعودوا قبل الموعد المقرر ليعالجوا الأزمة المصرفية للقارة. ويوم الأحد، اجتمعت دول منطقة اليورو من جديد فى باريس؛ واتفق الجميع على ضمان الديون المصرفية. وأعدت ألمانيا وفرنسا أيضًا رأسمالا لضخه، لتلتحقا ببريطانيا. ولم يضع المندبون تفاصيل سياسة رسميًا، لكن السياسة كانت واضحة مع هذا. فأوروبا كانت تنقذ بنوكها. ولم يعد بولسون يستطيع الانتظار.

ويوم الأحد، تحت حجاب من السرية، أخرج بولسون وبرنانكى وجايتنر وشيلا بير تفاصيل صفقة إنقاذ تبنت الملامح الرئيسية للخطط الأوروبية. وضغط المنظمون الثلاثة الكبار على بير كى تضمن ديون البنوك؛ فليس لأحد آخر غير الهيئة الاتحادية لتامين الودائع مثل هذه السلطة. وكالعادة، تلكأت بير فى تعريض الهيئة للخطر. وكان نظراؤها، وجايتنر بخاصة، مصرين على أن الناس لن يستأنفوا الإقراض للبنوك إلا بضمان. واعتقد جايتنر أن البنوك يجب أن تحصل عليه مجانًا - وهى هدية هائلة لصناعة كانت تصنع أرباحًا حسبما تريد فعليًا قبل عام[٤٤٤].

وكانت أقوى حجة للضمان هى أن بنوك أوروبا لديها بالفعل ضمان، وهو من المحتمل أن يضع بنوك أمريكا فى موقع تنافسى غير مميز. واستسلمت بير فى نهاية المطاف - لكن مما يحسب لها، أنها أصرت على أن يضع حدًا أقصى للديون المؤهلة لأن يغطيها ضمان، وأن تدفع البنوك رسوم مقابلها. وكانت التسوية التى عملوا عليها

تعنى أن تستطيع البنوك أن تحل محل جزء من ديونها دون الخوف من العجز عن السداد - ومن ثم، بأسعار فائدة أقل بكثير(*).

وفيما يتعلق بعدالتها، كان الضمان من بين أكثر علاجات بولسون وبرنانكى وجايتنر التباسًا. فهو يخلق حظًا غير مرتقب للبنوك بتقليص كلفة الاقتراض. ولم يكن هذا هو الهدية الوحيدة من دافعى الضرائب (مع أن الولايات المتحدة تجمع الرسوم)، بل كان تمييزيًا بشكل صارخ ضد كل ما هو غير بنك لا يتلقى ضمانًا ويتعين عليه أن يدفع معدلات فائدة أعلى. وكانت الولايات المتحدة تمنح بالفعل الصناعة المصرفية برمتها حالة تمييز وحماية طالما استمتعت بها فانى ماى وفريدى ماك.

كان ضخ رأس المال أقل جدلية وأكثر إنصافًا أيضًا: فإذا نجت البنوك (وانتعشت) فسوف يجنى دافعو الضرائب ربحا، وسوف يجنى أى مستثمر أرباحًا. ويتوقف مقدار الأرباح على الشروط، وعلى الاعتبارات السياسية التى تمنع الحكومة من فرض شروط أشد. ويستطيع وارين باڤيت أن يستخلص سعرًا أقصى لرأس ماله؛ فى حين بولسون، على العكس، لا يريد أن يستخلص الكثير من قيمة البنوك، لأن هذا يرقى إلى نقل الثروة من البنوك المستنفد مالكيها بالفعل إلى الحكومة.

وجادل مسؤولو الخزانة أن الولايات المتحدة يجب أن تتلقى أسهمًا عادية - ربما الأفضل قيمة، مع الأخذ فى الاعتبار الأسعار المنخفضة لأسهم البنوك. لكن بولسون

(*) مكن البرنامج البنوك والمؤسسات الادخارية والشركات القابضة للبنوك بأن تعيد تمويل ١٢٥ فى المئة من أموال ديون المتقاعدين غير المضمونة التى سوف تنتهى بحلول ٣٠ يونيو حزيران، من عام ٢٠٠٩، مع الديون الجديدة التى سوف تُضمن اتحاديًا لفترة ثلاثة أعوام. وكان الضمان يقصد به أن تستطيع البنوك أن تجمع أموالا عند كلفة أقل بكثير، في حين لن يضطر المقرضون أن يقلقوا بشأن مخاطر العجز عن السداد. لكن الديون الوحيدة التى صدرت بحلول يونيو حزيران هى التى كانت مؤهلة - وتمدد الموعد النهائى لاحقًا إلى أكتوبر تشرين الأول. ولحماية جنرال إليكتريك (التى كان لديها إعانة مالية كبيرة) من المعاناة من عدم التمييز التنافسى، أدرج بولسون جنرال إليكتريك ضمن الشركات المؤهلة. (المترجم)

كان حذراً من أخذ ورقة مالية يكون فيها أثر لملكية الدولة[٤٤٥]. وحذر النموذج البريطاني بقدر ما شجع: عرضت بريطانيا شراء (على الأغلب) الأسهم العادية من سبعة بنوك رائدة، بمبالغ نقلت السيطرة إلى الحكومة، وكان بينها اثنان فقط متعثران بشدة قبلت ذلك(*). وشعر بولسون غريزيًا، أنه إذا كان على الولايات المتحدة أن تستثمر في البنوك، فيجب عليها أن تستثمر في المؤسسات الثرية، وأيضًا في المتعثرة. ولم يرد أن تلحق وصمة بالمشاركين. وأخيراً، كان حذراً من إضعاف الأسهم الموجودة (ووعد اليابانيين ألا يفعل هذا). وقال لأحد المساعدين أن عمل الحكومة برمته في الاستثمار في البنوك "بغيض إلي وبغيض للبلاد"[٤٤٦]. وكان اشتراكيًا متردداً، بل سمح للبنوك أن تواصل دفع حصص الأرباح، وبالتالي ينتقل رأس المال إلى حملة الأسهم الذين يفضل الاحتفاظ بهم لإصدار قروض. ومن الواضح أن هدف بولسون الأولى كان إحياء صناعة البنوك الخاصة، بما في ذلك ثقة حملة أسهمها. وكان تحقيق أرباح لدافعي الضرائب ثانويًا.

بعد ظهيرة يوم الأحد، ١٢ أكتوبر تشرين الأول، اتصل بولسون شخصيًا بكبار المديرين التنفيذيين للبنوك الرائدة، وطلب منهم أن يكونوا في الخزانة الساعة الثالثة بعد الظهر في اليوم التالي. ولم يكشف عن غرضه، ولم يعرفه المصرفيون. كان بعضهم في واشنطن فعلا من أجل اجتماع صندوق النقد الدولي. وتعين على جون ماك أن يذهب جوًا إلى المنزل ليتلقى شيكًا قيمته تسعة مليارات دولار من ميتسوبيشي ثم يعود إلى واشنطن. واجتمع كبار المديرين التنفيذيين - الذين كانوا أكثر تواضعًا عن المجموعة التي اجتمعت في الاحتياط الاتحادي قبل شهر تحديداً - في غرفة المؤتمرات الملاصقة لمكتب الوزير حول طاولة من الخشب الماهوجني الغامق ليس عليها إلا القهوة

(*) استثمرت بريطانيا ٣٧ مليار إسترليني وهو ما يعادل حصة نسبتها ٥٨ في المئة من رويال بنك أوف اسكتلند و٤٤ في المئة من بنك إتش. بي. أو. إس التابع لويدز. (المترجم)

والماء والكوكا. وجلس بولسون، وعلى جانبيه برنانكي وبير، في أحد الجوانب، مواجهين كبار المديرين التنفيذيين لبنك أوف أمريكا (كين لويس)، وبنك أوف نيويورك ميلون (روبرت كيلي)، وسيتي جروب (فيكرام بانديت)، وجولدمان ساكس (لويد بلانكفين)، وجيه. بي. مورجان (جيمي ديمون)، وميريل لينش (جون تاين)، ومورجان ستانلي (جون ماك)، وستيت ستريت (رونالد لوج)، وويلز فارجو (ريتشارد كوفاسيفيتش)"(*). وفجأة أخبرهم بولسون بشأن ضمان الديون، ثم أذهلهم بأنباء عن برنامج رأس المال. كانت الولايات المتحدة تسعى - بل الأقرب للصحة، كانت تصر على - شراء أسهم تفضيلية من المقرر أن تصدرها البنوك وفق شروط الخزانة. وسوف تحصل الحكومة على حصة خمسة في المئة بالإضافة إلى كفالة شراء أسهم عادية، مع أن أمل بولسون كان أنه عندما تعود البنوك للتعافي، فستعاود شراء كل من الأسهم التفضيلية وكفالة الشراء. واشترط بولسون مبلغ ٢٥ مليار دولار في البنوك الأربعة الأكبر ومبالغ أقل في البقية، معطياً الحكومة حصة تعادل تقريباً ٢٠ في المئة في كل واحد منها. وكان هناك قيود ملحقة على علاوات المديرين التنفيذيين"[٤٤٧].

وقال ماك على الفور: إنه سوف يأخذ المال. واحتج كوفاسيفيتش أن ويلز فارجو التي تفادت كارثة الرهون العقارية عالية المخاطر لا تحتاج لرأس المال ولا تريديه. وعقدت الدهشة ألسنة معظم كبار المديرين التنفيذيين.

وقال بولسون إن المجموعة يجب أن تبحث الأمر، وأن يتصلوا بمجالس إداراتهم، إذا أرادوا، وأن يعودوا بقرار في وقت لاحق بعد ظهيرة ذاك اليوم. وأضاف بولسون إنهم إذا لم يقبلوا رأس المال، فسوف يعلن المنظمون أنهم يفتقرون إلى رأس المال، ويجبرونهم ببساطة على أخذه. لكنه كان يريد أن يوافق كبار المديرين التنفيذيين طوعاً.

(*) لم يكن الاندماج بين بنك أوف أمريكا وميريل قد تم بعد ومن ثم دعيت الشركتان كل على حدة. (المترجم)

وحث كين لويس نظراءه على ألا يضيعوا الوقت فى الجدل فمن الواضح أنهم سوف يقولون نعم. وواصل كوفاسيفيتش تذمره. واتصل بستيل وكشف له الأنباء وأخبره أنه يبحث الأمر. وقال ستيل "ديك، وفر على نفسك بعض الوقت، سوف توقعها". وعرض جيمى ديمون الإنذار على مجلس إدارته باعتباره إنذاراً يضيع ميزة مورجان على البنوك الأقل رأسمالا، وقد يتسبب فى نتائج سياسية غير مرغوبة. لكن ديمون أدرك أنه يتعين عليهم قبوله من أجل استقرار النظام"(٤٤٨).

وبحلول الساعة السادسة والنصف، وافق التسعة جميعهم، مفسحين الطريق أمام الخزانة الأمريكية كى تستثمر ١٢٥ مليار دولار فى أكبر بنوك البلاد، مما يؤذن، كما تبين، بضخ المال فى البنوك الأصغر عبر البلاد. وبكلمات أخرى، كانت الولايات المتحدة تنقذ كل من وول ستريت والنظام المصرفى(*). وكان هذا أكبر تدخل فى النظام المصرفى فى ٧٠ عاماً، وربما على الإطلاق، تم تنفيذه فى ظل إدارة رئيس محافظ ووزير خزانة منحدر من جولدمان ساكس ورئيس احتياط اتحادى نشأ على فضيلة النماذج المالية والمثالية المفترضة للسوق.

كان السوق، أو الرأسماليين الذين صاغوه أذكياء فعلا، لكنهم لم يبلغوا الكمال. فكروا فى طرق ماهرة لإعادة هندسة الأوراق المالية؛ فجردوا الموازنات من أصولها وبنوك الرهون العقارية من الرهون العقارية. وابتكروا مشتقات سمحت للبنوك بأن تتفادى المخاطر مثل اللعب ببطاقات البيسبول(**)؛ وأقرضوا لفترة طويلة واقترضوا لفترة قصيرة. وأسرفوا فى الرافعة المالية، وفى حين تراكمت أرباحهم، دفعوا لأنفسهم أموالا فلكية، وغالباً مخزية. وابتكروا منتجات رهون عقارية صمموها لتتفادى حكم

(*) مرة أخرى، كان هناك سابقة من فترة الكساد. فمن عام ١٩٣٢ إلى عام ١٩٣٦، استثمرت شركة تمويل إعادة الإعمار التى أنشئت فى ظل إدارة الرئيس هربرت هوفر، مليار دولار فى ستة آلاف بنك وأقرضتهم وبنوك أخرى مليارى دولار إضافية. (المترجم)

(**) بطاقات عليها صور أبطال الرياضة الشعبية فى الولايات المتحدة ويلعب بها الأطفال. (المترجم)

العصور المصرفية، وباعوا هذه الرهون العقارية، بتجاهل عمدى، يتاخم الاحتيال، عما يستطيع زبائنهم سداده. وتنمروا على الكونجرس ومنظميهم كى يجعلوهم يتجاهلون كل هذا أو ليجعلوهم يقبلون وسائلهم ونماذجهم. وبقدر ما كانوا عليه من مهارة، نسى الرأسماليون شيئًا واحدًا. الرأسمالية تستلزم رأس المال. ولا يستطيع مقدار من الرافعة المالية ولا حتى كميات قياسية من السيولة من الاحتياط الاتحادى أن تتجنب هذه الحاجة.

وأرسل رودريجيث رسائل بالبريد الإلكترونى إلى زملائه فى اليوم التالى، قال فيها إن أزمة السيولة ليست إلا "عرضًا" لمرض تدمير رأس المال. وبعد سنوات من تدهور معايير رأس المال تبعها خسائر طاحنة، يبدأ برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة فى معالجة المرض. وكتب رودريجيث، ونبرته ممتنة تقريبًا، "فهم الاحتياط الاتحادى والوزير بولسون الأمر أخيرًا فيما يبدو". لكن عواقب مثل هذا الانهيار سيكون مؤلمًا بالنسبة إلى وول ستريت وزبائنه وبالنسبة إلى الاقتصاد الأكبر والمواطن العادى. وتنبأ رودريجيث بأنه سيكون هناك حاجة لمزيد من استثمارات الحكومة، وسيتعين على الولايات المتحدة أن تصدر مبالغ قياسية من الديون الاتحادية – قدرها بنحو تريليونى دولار على مدار العام المقبل – لدفعها. ومع الأنباء التى رحب بها فى ذاك اليوم، خلص رودريجيث فى ملاحظة كئيبة قائلا: "الجزء الأصعب من الأزمة مازال أمامنا" (٤٤٩).

الفصل التاسع عشر

الركود الكبير

يتعين علينا أن نعترف أن كثيرين فى المجتمع المالى ومن بينهم أولئك الذين فى الاحتياط الاتحادى فشلوا إما فى اكتشاف تجاوزات النظام المالى أو العمل بناء على علامات دالة عليه.

ريتشارد فيشر، رئيس الاحتياط الاتحادى فى دالاس، فبراير شباط، من عام ٢٠٠٩.

ثبت أن ضخ رأس مال برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة هو حضيض الأزمة المالية. وفى العملية ذات الشأن لوقف هبوط أسواق الائتمان، حظى البرنامج بتأثير فورى وترحيبى: بالنسبة إلى البنوك وكثير من الشركات، لن تعود كلفة الاقتراض مرة أخرى إلى مستويات ناطحات السحاب التى وصلتها فى منتصف أكتوبر تشرين الأول[٤٥٠]. وبالنسبة إلى الاقتصاد بصفة عامة، جاء تدخل الخزانة بعد فوات الأوان. وبحلول نهاية أكتوبر تشرين الأول، عام ٢٠٠٨، تطور الإبطاء ليصبح، وفق كثير من المعايير، أسوأ كساد فى سبعة عقود.

وفى غضون أيام من استثمار بولسون الإجبارى فى البنوك، كانت الأنشطة الاقتصادية الشهيرة تطرد عمالا بالجملة. وسرحت سيتى جروب ٢٤ ألف موظف، وسرح بنك أوف أمريكا، وجولدمان، وميريل، ومورجان ستانلى، آلافًا آخرين. ولم يقتصر السبات على الشركات المالية. وتضمنت القائمة المطولة من الشركات التى

شذبت دفتر الأجور فى الشارع التجارى بعد فترة قصيرة، ميرك، وكرايسلر، وبرات آند ويتنى، وياهو، وزيروكس، وويربول، والكوا، وكوكاكولا.

ولم يكن الركود واسعًا فحسب، بل كان عميقًا. فالانكماش الاقتصادى الطفيف لعام ١٩٩٠ وذاك الذى حدث عام ٢٠٠١، أكد، فيما يبدو، حجة بن برنانكى بأن الدورات الاقتصادية تخف حدتها، لكن السبات الحالى أعاد إلى الأذهان نوبات الكساد المؤلمة فى أمريكا الصناعية فى خمسينيات القرن الماضى. فقد هبطت مبيعات السيارات ٤٠ فى المئة، فى عود إلى حقبة تسبق وفرة الائتمان، عندما لم يكن بوسع الأمريكيين أن يجددوا سياراتهم إلا من خلال التقتير فى الإنفاق والادخار. وهبط بناء المنازل إلى أدنى مستوى فى ٥٠ عامًا. وأصاب الدمار الصناعات الأحدث والأكثر اتباعًا للمناهج الخضراء، وهى العلامة المميزة للاقتصاد الحديث والخدمى. وتقدمت شركة نورتل، القوة الرئيسية فى عالم الاتصالات، بطلب إفلاس بموجب الفصل الحادى عشر. وسرحت شركة فايزر ١٩٥٠٠ كميائى وآخرين. وانهارت التجارة الدولية؛ وقلصت الشركات القانونية والجامعات والوكالات الحكومية قائمة الأجور. وفى ظلام الشتاء بين عامى ٢٠٠٨- ٢٠٠٩، كانت الوظائف سلعة نادرة فى كل مكان. وفى كامبريدج، بولاية ماساشوستس، اضطر المتخرجون من كلية القانون فى هارڤارد أن يناضلوا من أجل العثور على عمل. وفى ميامى، عندما أعلنت المدينة عن ٣٥ وظيفة لأفراد مكافحة حرائق، اجتذب الإعلان ألف متقدم بالطلب قادر على القيام بالعمل.

وعاد الركود الكبير، كما وصفه صحفيون، بعقارب ساعة عادت إلى وقت أبعد وأكثر صعوبة. ووجه فصل العمال من الشركات المقاومة للركود فيما مضى، ضربة سيكولوجية. وعاد الأمريكيون الواقعون فى أسر الإنفاق بالنسيئة إلى عادة أجدادهم العتيقة – الادخار. ومع تقليصهم للتسوق، تكبد البيع بالتجزئة صدمة. وتقدمت سيركت سيتى، مورد الأجهزة الإلكترونية، بطلب الإفلاس وفقا للفصل الحادى عشر، وهذا ما فعلته جنرال جروث بروباريتز، مشغلة مراكز التسوق. ومع ركود الإنفاق، انهارت

صناعة الإعلان، وانكمشت الصحف على امتداد البلاد، وصحفيوها - خبراء الإعلام، المثقفون، المتحضرون، فصلوا من عملهم جماعات. والطبقة الوسطى العليا الثرية فى البلاد انفصلت عن ثقتها المرحة، وملذاتها المكلفة، وأنواقها التى على أحدث طراز. وتقلصت بشدة هول فودز، التى تبيع الطعام العضوى بالتجزئة، وانهارت أسهمها ٨٠ فى المئة. وشهدت ستاربكس انهيار أرباحها لأقل من سنت فى المشروب الواحد وإغلاق ٩٠٠ منفذ.

ودخلت وول ستريت نفسها حالة ذعر رهيب. والبنوك الاستثمارية التى أنهكها الانهيار أصبحت بلا قيمة. والطرح العام الأولى للأسهم والمشتقات والأسهم الخاصة توقف جميعها إلى حد الموت. وشركات أمريكا الكبيرة توقفت عن إبرام صفقات. وهبط سوق الأسهم، وواصل هبوطه (وفى هذا الصدد، كان أكتوبر تشرين الأول أبعد ما يكون عن القاع). ومع تبخر الثقة فى قطاع الأعمال، نقل المستثمرون أموالهم إلى الحكومة - وإلى الحكومة فقط حتى ديسمبر كانون الأول، وتم تقديم الكثير جداً من السيولة إلى الخزانة لدرجة أن العائد على أذونها وصل إلى صفر. ولفترة قصيرة وطأت الرأسمالية الأمريكية فضاء حسابياً عبثياً وغير منطقى تحول فيها العائد على الأذون إلى سالب.

ومع انهيار الأسواق، عانى الأثرياء مع كل شخص آخر. وتقدم يولوستون كلوب، منتجع التزلج فى مونتانا الذى يقدم المنازل المترفة لفائقى الثراء (بيل جيتس كان عضواً فيه) بطلب إعلان الإفلاس. وفى نيويورك، لم تنظم كريستى مزادات لأعمال مانييه ورينوار وسيزان ودى كونينج [٤٥١]. وقالت شركة المزادات المرتبكة فى تفسير للأمر إن الأسعار المرغوبة التى تقررت أثناء الصيف "كانت تعود إلى زمن أقدم" كما لو أنها من قرن آخر.

ولم يعرف الناس الذين لم يعايشوا ركوداً مثل هذا من قبل، ما إذا كان هذا الركود سيزول أو إلى أى مدى سيستمر. وتبخرت الثقة فى الأسواق الخاصة؛ وأصبحت الحكومة مرة أخرى حامياً. وتم استشراف حقبة من تطبيق اللوائح على

نطاق واسع، فى مد للإصلاح التشريعى. ونشر الاقتصادى جيف مادريك مجلداً بعنوان أصبح فجأة مستساغاً، الحجة فى حكومة كبيرة. وثبتت صحة الطرح أكثر مما كان يحلم المؤلف.

واتفق بولسون وبرنانكى على أنه لا تراجع، بمجرد أن قررا إنقاذ وول ستريت. وثبت أن تدخلاتهما أوسع مما تصورا فى البداية. واستغل بولسون برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة بجرأة، فتلقى ٦٥٠ بنكاً إمدادات من رأس المال العام. وأصبح الاحتياط الاتحادى ممولا مهيمناً للرهون العقارية وقروض السيارات والائتمان التجارى قصير الأجل والقروض للبنوك. وأصبح البنك المركزى ممولا للحكومة نفسها، فاشترى الأوراق المالية للخزانة بمليارات الدولارات. ومثل مريض يتعاطى جرعات تتزايد دوماً من المورفين، عاشت البلاد على التمويل العام.

واستطاع الاحتياط الاتحادى أن يبطل أثر ندرة المقرضين، لكنه لم يستطع أن يفعل إلا القليل بشأن نقص المقترضين وهو مرض أكثر خطورة. ويمكن دوماً صنع الائتمان - لكن لا يمكن صنع الرغبة فى الاقتراض التى تستقر على الإيمان بالمستقبل. وفى ظل غياب هذا الإيمان يركد الاقتصاد. وتراخى اقتصاد اليابان لعقد من الزمن فى تسعينيات القرن الماضى، والخوف من خمود مشابه آذى برنانكى كثيراً. ولم يرد لا الأشخاص ولا الأعمال الاقتصادية أن يقترضوا؛ كانت رافعتهم المالية مبالغ فيها من سنوات الفقاعة ولم يكونوا متيقنين بأن المستقبل يستحق الإقراض من أجله. وارتفع إجمالى قروض الرهون العقارية التى لم تسدد فى كل ربع سنة، منذ أن بدأ الاحتياط الاتحادى فى رصد هذه البيانات منذ عام ١٩٦٤؛ والآن تنخفض على مدار ستة أرباع متوالية [٤٥٢].

وفى ديسمبر كانون أول، بعد فشل ليمان بثلاثة شهور، تجاسر برنانكى على أن يحاكى تجربته الأسطورية بإلقاء النقد من طائرة هليكوبتر فى السماء. وفى مسعى مستقتل للتحفيز، خفض الاحتياط الاتحادى معدل فائدته المستهدف للقروض البنكية أثناء الليل من واحد فى المئة هزيلة إلى ما تراوح بين ٠,٢٥ فى المئة وصفر، وهى

نسبة منخفضة قياسيًا، وفى الحقيقة تتاخم تطرفًا افتراضيًا. لكن التقلص كان رمزيًا إلى حد كبير. وبسبب ندرة الطلب، انخفض سعر الفائدة الفعلى الذى كانت البنوك مستعدة للاقتراض عنده بالفعل، إلى واحد على عشرة فى المئة. ولم يرد أحد الحصول على المال.

وقدم الركود الكئيب للديمقراطيين فرصة ذهبية ليعادوا الاستيلاء على البيت الأبيض – وأيضًا، كما كان يأمل المخلصون، التصدى لعقيدة دعه يعمل. وفى مسار الحملة الانتخابية، أثار أوباما أمال ظهور فرانكلين دى. روزفيلت ثان، أو على الأقل صفقة جديدة ثانية. وألقى بمهارة باللائمة فى الأزمة المالية على ثمانية أعوام من التوجه الجمهورى المتطرف. والحقيقة كانت أكثر غموضًا. وبالنظر إلى الجسارة التى تدخلت بها الإدارة لإنقاذ البنوك لم يكن بوش هربرت هوفر (*). ولم يكن الديمقراطيون بمنأى عن اللوم فى أصول الأزمة. فبينما دافع المحافظون، من مثل بوش، بصوت مرتفع عن إسقاط اللوائح، أسقط ديمقراطيون من أمثال روبرت روبن اللوائح فى الممارسة. وبذل الديمقراطيون أقصى ما لديهم لعزل توأمى الرهون العقارية، فانى وفريدى، عن الطلبات التى أصلحوها وقلصوا موازنتها. وعلى الجانب الآخر، تقع مسؤولية عدم التحرك أو الاستجابة المتأخرة على الأزمة على عاتق إدارة

(*) فى الحقيقة، حتى هوفر لم يكن هوفر. فمن خلال برامج مثل برنامج هيئة تمويل إعادة الإعمار التى ذكرناها من قبل والتى دعمت آلاف البنوك، كان أكثر فعالية فى التصدى للكساد مما يذكر التاريخ. ونبعت سمعته بوصفه رجلا بلا قلب غالبًا من شخصيته شديدة البرود. وشخصا صارما ومنعزلا، فشل فى إلهام ملايين الرجال العاطلين من بنى وطنه ولم يتعاطف معهم فيما يبدو. وقال أحد معاصريه إن الوردة قد تذبل بلمسة من هوفر– وهى كلمات لم يتفوه بها أحد قط عن بوش الودود والاجتماعى. لكن الاثنين تشاركا فى التفضيل الأيديولوجى لدعم المؤسسات (البنوك) وليس الأفراد. ومن ثم فقط احتقر هوفر نظام الرعاية الاجتماعية، وتجاهل بوش عملية إنقاذ حبس الرهون العقارية. لكن الرئيس الحادى والثلاثين كان سيشعر بالرعب من إنفاق بوش الطائش والعجز المتهور فى الموازنة. وكان هوفر، وهو ابن حداد من كواكر تيتم فى العاشرة من العمر، مكافحًا وعصاميًا اشتهر بكفاءة حملاته الانتخابية وأخلاقياته الصارمة – وهو فى القطب المقابل لوريث البيت الأبيض السعيد الذى أصبح محظوظًا. (المترجم)

بوش بسبب أعضاء الحزب الجمهورى الرافضين فى مجلس النواب. وربط أوباما ترشيحه بشعار "التغيير"، وبحلول الرابع من نوفمبر تشرين الثانى، كان التغيير هو ما أراده الناخبون.

وبعد الانتخابات، كانت سياسة أوباما المالية أكثر اعتدالا مما توقع كثيرون؛ وفى الحقيقة، كانت استمراراً لنظام بولسون - برنانكى - جايتنر. وكفل الرئيس المنتخب انتقالا سلسًا من خلال ترقية جايتنر من الاحتياط الاتحادى فى نيويورك إلى وزير الخزانة. وكان هذا إشارة واضحة على أن أى "تغيير" سيكون تدريجيًا. وواصل بولسون، مطمئنًا أن اثنين من شركائه الأساسيين سوف يبقيان فى وظائفهما، تدخله فى الاقتصاد لآخر أيامه فى المنصب.

وتألفت استجابة الحكومة على الأزمة المالية من ثلاث سياسات رئيسية. تمثلت الأولى فى إنقاذ البنوك والشركات الأخرى المترنحة. والثانية تألفت من عدد من تسهيلات الاحتياط الاتحادى للحفاظ على حد أدنى من السيولة فى النظام المصرفى وفى الاقتصاد. وبدأت هاتان السياستان بالطبع قبل كثير من انتقال السلطة، واستمرتا فى يسر فى ظل إدارة أوباما. والسياسة الثالثة تمثلت فى حفز حكومى كبير نفذه الكونجرس الديمقراطى خلال الأيام الخمسة والثلاثين الأولى من ولاية أوباما(*).

ومع أخذ هذا فى الاعتبار، كان رد فعل الإنقاذ صعبًا بشكل خاص ألا يتم التعلم منه. وفى لحظة حاسمة، فى نوفمبر تشرين الثانى، بعد أسابيع من الانتخابات، بدأت سيتى جروب تهتز. وترك دفق من الودائع البنك مع بدء الزبائن فى القفز من السفينة، وكما يحدث قبل منحى الموت، انهارت الأسهم. وفى الأسبوع الثالث من نوفمبر تشرين الثانى، خسرت أسهم سيتى ٦٠ فى المئة، مختتمة يوم الجمعة ٢١ نوفمبر تشرين

(*) كان هناك عنصر رابع فى سياسة أوباما - الإصلاح المالى. وسوف أناقش هذا فى الفصل الختامى. (المؤلف)

الثانى عند أقل من أربعة دولارات فى أدنى مستوى فى ١٦ عامًا. وفى اجتماع بالهاتف للموظفين، حمل بانديت، كبير المديرين التنفيذيين، بحدة على "استغلال الخوف". ولتجنب تثبيط الهمم المعنوية للموظفين، توقفت الشركة عن عرض أسعار الأسهم فى المقر. وفى الوقت نفسه، اتصل روبرت روبن، رئيس اللجنة التنفيذية، ببولسون، زميله السابق فى جولدمان، وناشده أن يقدم مساعدة حكومية. وشاركت خمس وكالات حكومية أمريكية فى المحادثات. وأصرت سيتى على أنها ليست المشكلة بقدر ما هى مشكلة النظام المصرفى - مع أن سيتى نفسها شطبت ٤٩ مليار دولار فى صورة رسوم على مدار الأعوام الأربعة الماضية، وكانت موازنتها متخمة بتريليونى دولار من الأسهم التى لا تستطيع السوق تقييمها أو (بالحكم من واقع أسهمها المنخفضة) رفضت تقييمها.

وتجرأت شيلا بير، المستقلة العقلية، ورئيسة الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع، على اقتراح أن تترك سيتى جروب لتفشل. وجادلت بأنه لنترك الحكومة تحمى البنك ومودعيه، ونسمح للشركة الأم التى أساءت استخدام رأس المال بضخه فى التزامات الدين المكفولة بضمان أن تكابد عدالة السوق. ولم يستطع بولسون أن يصدق أذنيه. وأجاب الوزير: "لدى خبرة الشعور بالجسد من خارجه هنا، شيلا... لا أصدق أننا نخوض هذه المناقشة. أنت تتحدثين عن خضوع سيتى جروب للحراسة القضائية". واستمرت المشاورات، فى نمطها المعتاد، عبر عطلة نهاية الأسبوع؛ ولم تحصل سيتى على وثيقة شروط حتى الساعة العاشرة مساء تقريبًا يوم الأحد. ومنحتها الولايات المتحدة ٢٥٠ مليار دولار تقريبًا فى صورة حماية خسائر واستثمرت ٢٠ مليار دولار (بالإضافة إلى أموال برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة التى استثمرت فى أكتوبر تشرين الأول). وفى فبراير شباط، قدمت إدارة أوباما لسيتى إنقاذًا ثالثًا (٤٥٣). وعُوضت الحكومة مقابل سخائها بملكية ثلث سيتى، لكن عملية إنقاذ نوفمبر تشرين الثانى - التى وقعت بعد أن مر أسوأ ما فى الهلع المالى - قامت بحماية مدراء البنك من التأثير الكامل لسنوات من القرارات الفظيعة. ما فشلت الحكومة فى فعله هو إرسال رسالة مفادها أن هنا بنكًا أدير بطريقة بالغة السوء لدرجة أنه لن يفشل.

وتلا ذلك حركة نشطة مشابهة عندما أجبر بولسون وبرنانكى كين لويس المانع بشدة على إتمام عملية الاستحواذ على ميريل لينش. (كان هذا هو رئيس بنك أوف أمريكا نفسه الذى تودد بحماس لميريل فى سبتمبر أيلول الماضى فحسب. وفى أيام الضعف فى عام ٢٠٠٨، عندما نشرت ميريل خسائر مذهلة جديدة، وحاول أن يخرج بوسائل ملتوية.) ومع سقوط أسهمه، طالب لويس بحماية حكومية ضد خسائر محتملة. وفى هذا الوقت، كان كيفين وارش، من الاحتياط الاتحادى، يسأل إذا ما كان يجب ألا يترك بنكًا ليأخذ جزاءه. ومرة أخرى، سارعت الحكومة إلى الإنقاذ.

ولم يقف الإنقاذ هنا. زادت الحكومة استثماراتها فى إيه. أى. جى - مقدمةً عونًا فى صورة رأسمال إضافى فى نوفمبر تشرين الثانى فى عام ٢٠٠٨، بل والمزيد فى مارس آذار من عام ٢٠٠٩- وهى مرحلة كان الهلع قد انتهى إلى حد بعيد، وكان من الممكن أن يُتوقع أن يشارك دائنو إيه. أى. جى فى وول ستريت فى الألم. وقدمت الولايات المتحدة عشرات المليارات فى رأسمال وقروض لفانى وفريدى. ووسعت أيضًا شبكة الأمان لتأمين الإعانة الائتمانية لجون ديرى وأيضًا لجنرال إليكتريك كابيتال. وحولت أيضًا أمريكان إكسبريس وجى. إم. إيه. سي، شركة تمويل السيارات، إلى بنوك وزودت كليهما برأسمال من برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة.

وهناك المزيد. فى الخريف، قاد المدراء التنفيذيون سيارات مهجنة انتقيت بعناية لتناسب جاذبيتهم السياسية(*). إلى العاصمة القومية ليلتمسوا المساعدة. وبناء على نصيحة من الوزير بولسون، أنقذ الرئيس بوش جنرال موتورز وكرايسلر، فى واحدة من آخر أعماله الرئاسية[٤٥٤]. لم تكن ديترويت تمثل المخاطر الشاملة نفسها مثل النظام المصرفى؛ كان الإنقاذ إعانة عتيقة الطراز (للنقابات وأيضًا لمنتجى السيارات) متنكرة فى صورة ضرورة مالية. وأدى تقلص المنتجين إلى إغلاق ألفى منفذ للتجارة،

(*) فى وقت سابق، انتُقد المدراء التنفيذيون على نطاق واسع لسفرهم إلى واشنطن بطائرات الشركات. (المترجم)

واستقال ريك واجونر، كبير المديرين التنفيذيين لجنرال موتورز، بناء على وصية من الحكومة. ولم يكن هذا كافياً. فبعد شهور، أرغمت جنرال موتورز وكرايسلر على التقدم بطلب إفلاس. وكان التقدم بطلب الإفلاس من جنرال موتورز هو رابع أكبر طلب إفلاس فى التاريخ الأمريكى (بعد ليمان وواشنطن موتشوال وورلدكوم).

ومن ثم استمرت سياسة الإنقاذ - وهى ربما شر لا بد منه عندما وصل النظام المالى إلى الحافة - فيما يتجاوز بكثير الطوارئ المصرفية. ومن الصعب الهروب من النتيجة التى مفادها أن المنظمين الذى تعرضوا لانتقادات واسعة النطاق لسماحهم لليمان أن تفشل،(*) كانوا خائفين من السماح لأية مؤسسة كبيرة أن تخفق حتى مع انحسار أشد مراحل الأزمة حدة. وبعيداً عن استعادة الثقة، أعادت عمليات الإنقاذ ترشيح حقيقة مقلقة فى أذهان الجمهور: الأسواق الخاصة ميئوس منها. ولا تعود الثقة إلا عندما يبدى المستثمرون من القطاع الخاص شجاعة. وكى يحدث هذا، يتعين أن تهبط الأصول إلى سعر يغامر عنده المشترون من القطاع بالعودة.

وبينما كان يقصد بالإنقاذ مؤسسات معينة، قصد بعمل الاحتياط الاتحادى لتوفير السيولة إنقاذ الاقتصاد ككل. كان الاحتياط الاتحادى فى عهد برنانكى ببساطة الأكثر حيوية فى التاريخ. فقد دعم الاحتياط الاتحادى من جانب واحد سوق العقارات، وضخ ما متوسطه ٢٠ مليار دولار فى أوراق مالية خاصة بالرهون العقارية كل أسبوع. وأقرض أموالا إلى الأنشطة الاقتصادية الصغيرة ومشترى السيارات والمستهلكين. وتحاشى الاحتياط الاتحادى جزئيًا الانهيار فى سيولة الشركات من خلال شراء أوراق مالية بمبلغ ٢٥٠ مليار دولار. وأمسك أذون الخزانة فى محاولة مدروسة لخفض أسعار الفائدة خشية أن يدفع الاقتراض من الحكومة أسعار الفائدة إلى الارتفاع. وتضخمت أصول الاحتياط الاتحادى مرتين ونصف المرة، فى حين صفت الرهون

(*) أشار مسؤول من الخزانة "الناس شعروا بأنهم لسعوا من ليمان: لا نريد لسعة أخرى". (المترجم)

العقارية وسندات الحكومة، ومولت الاستثمارات فى الأوراق المالية المدعومة بأصول مثل قروض الطلبة وديون بطاقات الائتمان والرهون العقارية- كل سقط المتاع غير المرغوب فيه من سنوات الفقاعة(٤٥٥).

لكن الاقتصاد ظل ينكمش. وبدءًا من أكتوبر تشرين الأول من عام ٢٠٠٨ إلى مارس آذار التالى، انخفض إجمالى الناتج المحلى بنسبة سنوية مذهلة بلغت ستة فى المئة، الأسوأ على امتداد ستة شهور فى خمسين عامًا. وأصاب الذهول محافظى الاحتياط الاتحادى وأيضًا الاقتصاديين فى القطاع الخاص بسبب حدة الاتجاه النزولى. وكان الائتمان وافرًا لفترة طويلة جدًا، وتم نسيان أن النشاط الاقتصادى لا يمكنه أن يعمل دونه. وتعطل نحو ثلث القدرة الصناعية للبلاد. وخفضت بشدة جنرال إليكتريك، عماد الصناعة الأمريكية حصص أرباحها لأول مرة منذ عام ١٩٣٨، والشركات التى عملت وربحت لعقود، شهدت أسواقها وهى تنفثئ فجأة. ومن الأمثلة شركة فاستنال، منتج مسامير القلاووظ من وينونا(*). ومقرها ميتشجان التى كان لها نشاط اقتصادى مستقر وقاعدة مخلصة من المستهلكين - كانت نوع من الشركات الراسخة القدم التى حفزت الاقتصاد فى حلوه ومره. اطردت زيادة مبيعات فاستنال على مدار ٤٢ عامًا. ولم تقتحم مخاطر حمقاء ولم تبدد أموالا فى التبذير (كان المدراء التنفيذيون يسافرون عبر البلاد فى سيارات الشركة ويقيمون فى غرف مشتركة فى فنادق غير غالية الثمن). حتى فى ربيع عام ٢٠٠٨، بينما كان سوق الرهون العقارية ينفثئ، كانت فاستنال مازالت تسجل مكاسب فى المبيعات من رقمين. ثم بدأ نشاطها الاقتصادى يتراجع. وفى الخريف، شهدت اتجاهًا نزوليًا طفيفًا. وفى ربيع عام ٢٠٠٩، هبطت مبيعات فاستنال ٢٥ فى المئة. وهبطت الأسهم بنحو النصف وانخفضت قوة عمالتها تدريجيًا بنسبة ١١ فى المئة. وتحدى مثل هذا التقلص الشديد كل التوقعات.

(*) مدينة تابعة لولاية مينسوتا الأمريكية. (المترجم)

ودفع التجمد الاقتصادى سوق الأسهم فى حالة هبوط لولبى وصل إلى أسوأ نقطة فى اليومين التاليين لانتخاب أوباما، عندما هبط مؤشر داو ألف نقطة. وبحلول نهاية عام ٢٠٠٨، انخفض مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ بنسبة ٣٨ فى المئة، فى أسوأ عام للأسهم منذ عام ١٩٣٧ وانخفضت أسعار النفط، المؤشر على القوة الاقتصادية، خلال العام من ٩٦ دولار للبرميل إلى ٤٦ دولار للبرميل؛ وتقلصت حافظة السندات الخردة بنحو الثلث. وكانت هذه الأرقام جديرة بكساد.

وانخفضت الأسهم ١١ فى المئة أخرى بين بداية العام الجديد ويوم تنصيب أوباما رئيسًا، فى ٢٠ يناير كانون الثانى. ومنذ ذاك الحين إلى الأسبوع الثانى من مارس آذار انخفضت ١٦ فى المئة أخرى. وفى انخفاض التاسع من مارس آذار وصل مؤشر داو عند ٦٥٤٧ نقطة، فى أدنى مستوى منذ أبريل نيسان عام ١٩٩٧[٤٥٦]. وتم التعامل فى أسهم سيتى وفورد عند دولار واحد وفى أسهم بنك أوف أمريكا عند ثلاثة دولارات، فى انخفاض بنسبة ٩٠ فى المئة منذ الوقت الذى وافق فيه على الاستحواذ على ميريل قبل ستة شهور فحسب. ومن القمة للقاع، انخفضت الأسهم المصرفية ٨٨ فى المئة وانخفض السوق الأوسع ٥٧ فى المئة – فى أسوأ انزلاق منذ أسواق فترة الرئيس هوفر ١٩٢٩–١٩٣٢ عندما هبطت الأسواق ٨٦ فى المئة. ووجد محترفو الأسواق، الذين مروا بفترة الإثنين الأسود وانهيارات عصر المعلومات الأخرى التى كانت تنتهى فى غضون أيام أو ساعات، أنفسهم أمام أرض جديدة أكثر رعبًا – سبات لا يكل ولا يرحم ولا ينتهى فيما يبدو. والشىء الذى كان كل شخص يريد أن يعرفه ولم يستطع أحد أن يجيب عليه هو: هل سيتوقف البيع؟

كان هذا هو الجو الذى تولى فيه أوباما المنصب – خريطة اقتصادية مرعبة لم يسبق أن واجهت أى رئيس جديد منذ فرانكلين روزفيلت فى عام١٩٣٣، وفى يناير كانون الثانى، فى حين كان أوباما ينتقل إلى البيت الابيض، نزف الاقتصاد ٧٤٠ ألف وظيفة، فى رقم قياسى مرتفع. وفى الشهر التالى، هبطت قيمة المنزل المتوسط إلى ١٦٥ ألف دولار مما محا قيمة مكاسب ست سنوات كاملة.

وطرحت الإدارة على الفور عملية تحفيز. ومارس الكونجرس سيطرة على تفاصيل مشروع القانون مما تمخض عن صفقة مقسمة إلى تفاصيل دقيقة تفاوتت من تمويل تكنولوجيات جديدة إلى إصلاحات فى الطرق السريعة. وبصفة عامة، خصص مشروع القانون ٧٨٧ مليار دولار لثلاثة أغراض: مساعدة للولايات التى كانت فى حال يرثى لها بسبب هبوط عائدات الضرائب؛ والخفض فى الضرائب الاتحادية؛ ومتفرقات من الاستثمارات فى صناعات مثل القطارات فائقة السرعة والطاقة البديلة(*).

إنفاق الأموال يستغرق وقتًا، ومما يمكن الجدل بشأنه أن الاستثمار طويل الأمد كان غير ملائم لقائمة الأولويات قصيرة الأمد لإعادة تشغيل الاقتصاد. وفى الوقت نفسه، واصل الاقتصاد هبوطه. فقدت مبانى المكاتب التجارية المستأجرين، وانخفضت إيجاراتها. وحبست الرهون للقروض التجارية بالجملة، مما عرض المقرضين للخطر. وخلال عام ٢٠٠٩، فشلت البنوك بمعدل اقترب من ثلاثة بنوك فى الأسبوع[٤٥٧]. وبشكل لا يُعقل، تدهور أداء الرهون العقارية للمنازل السكنية حتى من المستوى السحيق لعام ٢٠٠٨، وبحلول ربيع عام ٢٠٠٩، كان ٢٦,٥ فى المئة من أصحاب الرهون العقارية عالية المخاطر متأخرين عن السداد بشكل خطير، وأربعة فى العشرة

(*) ببساطة كلفت جهود الحكومة لإنقاذ الاقتصاد أكثر، حتى فى ظل القيمة المعدلة للدولار، مما كلفه شراء ولاية لويزيانا وإطلاق قمر أبولو، بل والحرب الكورية. وكلف استثمار الولايات المتحدة ١٧٠ مليار دولار فى إيه. أى. جى وحدها أكثر مما تكلفت خطة مارشال لإعادة إعمار أوروبا- وهذا جراء الإفراط فى المضاربة. وإجمالا، التزمت الولايات المتحدة بأكثر من ١٢ تريليون دولار لمختلف صور الإنقاذ، لكن معظم هذا (مثل الأموال التى خصصت للخسائر المحتملة) من المرجح ألا تُنفق أبدًا. ويرجح أن ينخفض الإنفاق الفعلى بين ٣,٥ تريليون دولار وأربعة تريليونات دولار، ١٥ مرة من كلفة إنقاذ مؤسسات الادخار والإقراض فى نهاية ثمانينيات القرن الماضى. والكثير من المال الذى أنفق، مثل ذاك الذى أنفق فى شراء أصول أو فى صورة قروض، من المرجح أن يستعاد. ويجب على الولايات المتحدة أن تحصل على ربح من استثمارات برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة فى البنوك. لكن التحفيز كان محض إنفاق، والأموال المستردة من جنرال موتورز التى استثمرت فيها البلاد ٧٠ مليار دولار وأيضًا ما يقرب من ٢٢٥ مليار دولار سُلمت إلى فانى وفريدى مثلت إشكالية فيما يبدو. (المترجم)

إما كانوا متأخرين عن السداد أو فى طريقهم لحبس الرهن العقارى. وكان واحد من بين ثمانية أشخاص ممن لديهم رهن عقارى من أى نوع - وليس فقط الرهون العقارية عالية المخاطر - كان فى حالة ضيق مشابهة، و١٥ مليون كاملة من الأسر مدينة بأكثر من قيمة منازلهم[٤٥٨].

فى ربيع عام ٢٠٠٩ بدأت تأثيرات عربدة الإنفاق الاتحادى تظهر. وواصل الاقتصاد انكماشه لكن بمعدل أبطأ. وعاودت السوق صعودها من هوة الهبوط، وفى الربع الثانى ارتفعت أسعار الإسكان مرة أخرى بعد هبوطها لثلاث سنوات متتالية. وأخيرًا، فى الربع الثالث، بدأ الاقتصاد يمشى بعرج إلى الأمام. وبحلول ذاك الوقت، انخفض إجمالى الناتج المحلى ٣,٨ فى المئة، فى أكبر انخفاض فى الناتج القومى منذ تسريح الجيش بعد الحرب العالمية الثانية. وفيما عدا ذلك، كان السبات الحالى أسوأ ركود منذ الثلاثينيات. وكان أيضًا أطول فترات الركود. وقرر المكتب القومى للأبحاث الاقتصادية أن الركود الكبير بدأ فى ديسمبر كانون الأول عام ٢٠٠٧ - قبل تسعة شهور من سقوط ليمان. واستمر تقريبًا حتى منتصف عام ٢٠٠٩، ثم انتهى أطول ركود فى الذاكرة الحية.

وبينما بدأ التعافى، كانت الخسائر بعيدة عن التخلص منها. واحتفظت الأسهم بثلث قيمة أسعارها عندما كانت فى القمة وتحت مستويات أسعارها قبل عقد من الزمن[٤٥٩]. وانخفضت أسعار المنازل ٣٢ فى المئة وظلت منخفضة بشدة. ومع أن أوباما، على خلاف بوش، بذل جهدًا لوقف مد حبس الرهون العقارية، لم تؤثر سياساته إلا هامشيًا. وغرق المقرضون فى إجراءات استعادة الملكية؛ والقضاة الذين أرادوا التوصل إلى تسويات بين المقترضين والبنوك وجدوا أن البنوك لا ترد على مكالماتهم الهاتفية. وارتفع معدل حبس الرهون العقارية على مدار النصف الأول من عام ٢٠٠٩، ولم تصل إلى القمة إلا فى يوليو تموز، عندما وصل عدد الأسر التى جُردت من صكوك الملكية العقارية إلى رقم قياسى بلغ ٣٦٠ ألف أسرة. وواصل حبس الرهون العقارية ارتفاعه بمعدلات غير عادية [٤٦٠]. (أحد المساكن التى حبست كرهن

عقاري، المنزل الريفي في شارع إيست جيفرسون، في ديلون، بولاية ساوث كارولاينا الذي كان منزل الطفولة لبن برنانكي.) وظلت العقارات التجارية في منحنى نزولي حاد. ولم تصل الأوراق التجارية المستحقة القاع حتى نهاية يوليو تموز. وفي أغسطس آب، كان الاقتصاد لا يزال ضعيفًا لدرجة أن الاحتياط الاتحادي وسع بشكل صارم مصلحته لشراء الأوراق المالية المدعومة بأصول. وكان الإقراض المصرفي وائتمان المستهلكين يتراجع حتى خريف عام ٢٠٠٩[٤٦١].

حتى بعد انتهاء الأزمة، ظلت الحكومة الاتحادية متورطة بشدة في الاقتصاد العادي للأسر والشركات الأمريكية. وحتى بعد مرور عام على فشل ليمان، بلغ الإنفاق الحكومي ٢٦ في المئة من الاقتصاد الأمريكي - أكبر نسبة منذ إدارة ترومان - وواصلت واشنطن تقديم التمويل لتسعة من كل عشرة قروض لمنازل جديدة [٤٦٢]. وكدليل على طول ذراعها، أشرفت الحكومة بشكل نشط على جنرال موتورز، أكبر شركة سيارات، وإيه. أي. جي أكبر شركة تأمين، وسيتي جروب، أكبر بنك سابق، وفاني ماي وفريدي ماك، قلعتي صناعة الرهون العقارية في البلاد[*]. وبحلول ٣٠ سبتمبر أيلول، ظل الاحتياط الاتحادي منتفخًا بمبلغ ٢,١٤٤ تريليون دولار من الأصول، من بينها ٧٠٠ مليار دولار في صورة الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية لم يعد المستثمرون يريدونها.

ولم تبدأ الصناعة المالية في استرداد خسائرها. وقال صندوق النقد الدولي إن البنوك الأمريكية خفضت ما إجماليه ٦١٠ مليارات دولار في صورة ديون وأوراق مالية خلال الربع الثاني من عام ٢٠٠٩، قسط كبير منها كانت تعانيه بنوك وول ستريت والباقي عاني منه رفاقها من البنوك التي كانت تعمل في الرهون العقارية. ووصلت الخسائر في القيمة السوقية لأكبر البنوك وحدها، حتى بعد أن حققت الأسهم تحسنًا

(*) امتلكت الولايات المتحدة ٣٤ في المئة من سيتي جروب و٨٠ في المئة من إيه. أي. جي و٦٠ في المئة من جنرال موتورز. (المترجم)

كبيرًا، تريليون دولار تقريباً [٤٦٣]. وطبعًا، فشلت البنوك الاستثمارية الثلاثة الكبيرة أو تم الاستحواذ عليها وتم الاستحواذ على أكثر من مئة مؤسسة إيداع.

وكانت كلفة الانهيار للمواطنين العاديين فلكية. وانخفضت الثروة الإجمالية للأمريكيين من ٦٤ تريليون دولار إلى ٥١ تريليون دولار[٤٦٤]. وهناك كلفة ستتحملها الأجيال القادمة، تمثلت في النمو الكبير في عجز الموازنة الاتحادية بسبب ما دُفع في الإنقاذ.

وتمثلت أكثر الضربات عقابًا في الدمار الذى لحق بالوظائف، وبالنسبة إلى العمال العاديين استمرت المعاناة لفترة طويلة بعد مرور الأسوأ فى وول ستريت. ففى أكتوبر تشرين الأول من عام ٢٠٠٩، وصل معدل البطالة إلى رقمين - ١٠,٢ فى المئة. وفى كاليفورنيا، مهد قروض الرهون العقارية عالية المخاطر، كان ١٢,٥ فى المئة من السكان بلا عمل، وفى ميتشجان، التى دمرها الانهيار فى مبيعات السيارات، وصلت النسبة إلى ١٥ فى المئة. وكمقياس لمدى عدم تناسب بلاء وول ستريت، نزف وول ستريت نفسه، الذى يفترض أنه أحد العوامل الرئيسية فى الأزمة الاقتصادية، ٣٠ ألف وظيفة، فى حين فقدت الولايات المتحدة برمتها ما إجماليه ثمانية ملايين وظيفة. ولم يحدث قط منذ نهاية الحرب العالمية الثانية أن اختفى هذا العدد الكبير من الوظائف بهذه السرعة الكبيرة، ولم تتسبب قط جهة تمويل فى مثل هذا الدمار المؤلم بشكل واضح فى المجتمع الذى تخدمه. وبنهاية الركود، فقد الاقتصاد كل الوظائف التى أضافها أثناء سنوات الازدهار وزيادة. حتى مع تعداد السكان الذى زاد ٢٠ مليون نسمة، كانت أسواق العمل أصغر[٤٦٥]. وباختصار، أنفقت الولايات المتحدة ما يقرب من عقد فى فقد أرض - وهو عقد، بحسب أكبر حكماء البلاد، دشن حقبة من الرخاء المتقدم المنتظم. وتبين أن صخب الرهون العقارية عالية المخاطر، الذى افترض برنانكى أنها مشكلة تم احتواؤها، هى عرض لهوس ائتمانى كامل. وفى نهاية المطاف، دمرت مكان العمل الأمريكى. كان هذا الثمرة المرة لحماقة وول ستريت.

الفصل العشرون

نهاية وول ستريت

من كانوا من بيننا ينظرون إلى المصالح الذاتية لمؤسسات الإقراض لحماية حقوق حملة الأسهم، وأنا نفسي كنت من بينهم، وصلوا لحالة صدمة عدم التصديق.

آلان جرينسبان، شهادة أمام لجنة الإشراف والإصلاح الحكومى التابعة لمجلس النواب، ٢٣ أكتوبر تشرين الأول، من عام ٢٠٠٨.

عصف الانهيار بالنموذج الفكرى الذى ألهم، ويسر بدرجة كبيرة، حدوث الفقاعة. وشكل نهاية الإيمان غير المعتدل بقدرة وول ستريت على التنبؤ. لا توجد شهادة أفضل من الردة غير العادية لآلان جرينسبان، المسؤول العام الأكثر ارتباطًا بأطروحة أن الأسواق يتعين دومًا الوثوق بها. وبعد عشرة أيام من الجولة الأولى من استثمارات برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، ظهر جرينسبان فى مجلس النواب ليبطل فعليًا العقيدة التى أدار بها اقتصاد البلاد لمدة ١٧ عامًا:

فى العقود القليلة الماضية تطور نظام هائل للتسعير وإدارة المخاطر، جامعًا أفضل بصائر الرياضيين وخبراء التمويل، مدعومًا بالتطورات الرئيسية فى الكمبيوتر وتكنولوجيا الاتصال. ومُنحت جائزة نوبل لاكتشاف نموذج للتسعير يدعم الكثير من

التقدم فى أسواق المشتقات. وهيمن هذا النموذج الحديث لإدارة المخاطر لعقود. لكن كل هذا الصرح الفكرى انهار فى صيف العام الماضى، لأن البيانات التى أدخلت فى نماذج إدارة المخاطر غطت بصفة عامة العقدين الماضيين فحسب، وهى فترة النشوة. لو كانت النماذج غطت بدلا من هذا الفترات التاريخية للأزمات بشكل أكثر ملاءمة، لكانت متطلبات رأس المال أعلى بكثير ولكان العالم المالى فى حال أفضل بكثير اليوم فى تقديرى(٤٦٦).

مثل هذا التصريح المهم الذى يقترب من الاعتراف، كان النظير الفكرى للون الأحمر الذى تدفق فى وول ستريت. ففى الوقت الذى ضيعت فيه فانى وفريدى وميريل لينش ثمار كدح جيل- بمعنى أنها خسرت كل الأرباح التى تحققت خلال العقد الماضى وزيادة – قوض جرينسبان أساسها الأيديولوجى(٤٦٧). حتى مع تراجع جزئى فى دفاعه (بناء على التخفيف بأن النماذج نفسها لم تفشل لكن البشر الذين طبقوها) كان المفهوم أنه يقول إن التمويل الجديد فشل. الازدهار لم ينته فحسب، بل أُسقط القناع عنه.

لماذا انتهى الأمر بهذا السوء الشديد؟ كان إيمان جرينسبان فى التمويل الجديد مذنبًا بنفسه. ولاحظ الاقتصادى الراحل هيمان مينسكى أن "النجاح يولد إغفال احتمال الفشل"(٤٦٨). اعتنق الاحتياط الاتحادى مثل هذا الإغفال وشجع عليه. وجعل الجهد الدؤوب لجرينسبان لإنقاذ النظام، البلاد تركن للاعتقاد بأن الفشل الخطير شيء من الماضى. وسارع خليفته، برنانكى، بالاعتقاد بأن جرينسبان قد نجح – بأن المصرفيين فى البنوك المركزية قد روضوا الدورة الاقتصادية. كان لدى الجميع إيمان جامح فى السوق، وأغفلوا الاحتمال الذى كان يظهر دومًا بشأن الإسراف فى المضاربة. وقاد الإسراف فى التفاؤل تلقائيًا إلى الإسراف فى المخاطر.

وشجع الاحتياط الاتحادى بشكل كبير على المضاربة فى الرهون العقارية بإبقائه أسعار الفائدة منخفضة للغاية. وأيضًا فشلت جهات التنظيم المصرفية المختلفة (من بينها الاحتياط الاتحادى) فى حظر الرهون العقارية جامحة الخطورة. ومثلت الأخيرة أكثر الهجمات تدميرًا بفارق كبير. وارتقت رغبة الحكومة فى ربط الرهون العقارية الإغرائية، "القروض الكاذبة"، والرهون العقارية للمنازل بمدفوعات تصل إلى صفر، إلى مستوى حالة مذهلة من الإهمال المنظم.

ومثل دعم الحكومة لفانى وفريدى، إلى جانب قائمة الأولويات الاتحادية لدعم ملكية المنازل، سببًا آخر للأزمة. لكن مع كل أخطاء واشنطن، كانت العوامل المباشرة للفقاعة خاصة. كانت السوق هى من مول الرهون العقارية غير السليمة والتزامات الدين المكفولة بضمان؛ لقد سمح الاحتياط الاتحادى، لكن السوق هو من قام بالفعل. كانت البنوك التى فشلت خاصة؛ والمستثمرون الذين مولوها قاموا بالعمل المجيد لآدم سميث.

كانت المضاربات المنتشرة (والانتهاكات) فى الرهون العقارية بالتأكيد هى سبب أولى للفقاعة التى تضخمت كثيرًا بسبب الرافعة المالية فى النظام المصرفى وفى وول ستريت بخاصة. وبصفة عامة، أذكت ممارسات مدفوعات الرواتب السخية، فى وول ستريت، الرافعة المالية المرتفعة والإقدام على المخاطر.

ويقع نظام توريق الرهون العقارية فى قلب التحالف غير المقدس بين وول ستريت والشارع التجارى، وهناك عدة روابط فى السلسلة جعلت العملية خطرة بشكل خاص. ولم يكن لدى مصدرى الرهون العقارية، وهم الأطراف الأكثر قدرة على فحص المقترضين، حصة مستمرة فى الناتج؛ والمستثمرون النهائيون متفرقون حول الكرة الأرضية، وبعدهم يجعلهم بلا نفع فى تقييم القروض؛ واعتمد هؤلاء المستثمرون (وأيضًا الوكالات الحكومية المختلفة) على وكالات الائتمان لتقوم بدور المراقب، والوكالات ذات العلاقة الطيبة مع وول ستريت، كانت متراخية تمامًا. وكان ولع وول ستريت بالتعقيد خطورة فى حد ذاته. وكانت الأوراق المالية المستغلقة على الفهم

عسيرة على التقييم، وكانت الأهرامات متعددة الطبقات من الديون أكثر عرضة بكثير لحدوث انهيار مدمر.

ودلت نواحى القصور الفردية هذه على فشل أكبر: نظام السوق نفسه تهدم. ما فشل فعلا هو نموذج الرأسمالية لفترة ما بعد التصنيع. لم تجد ببساطة أدوات السوق فى قياس المخاطر. وأكثر العقول رقيًا فى وول ستريت ثبت أنها ليست أكثر حكمة من موظفى القروض فى البلاد. إجمالا، كانت البنوك الكبيرة فى وول ستريت مثقلة بما قدر بنحو ٣٠ فى المئة من خسائر الرهون العقارية[٤٦٩].

وقدمت أسعار أسهم البنوك دليلا مثيرًا للقلق على المدى الكامل الذى فشلت فيه البنوك فى تقييم احتمال الخسائر. وبحلول عام ٢٠٠٧، كشف كل البنوك حصيلتها الهائلة من الأوراق المالية للرهون العقارية، وكان العجز عن سداد الرهون العقارية يرتفع بشدة. لكن فى وقت متأخر، مثل أكتوبر تشرين الأول، كانت سيتى جروب يتم التعامل فى أسهمها بأسعار هى الأعلى على الإطلاق. ودحضت إمكانية أن يكون المستثمرون بمثل هذا العمى الأيديولوجية الغريبة بأن الأسواق كاملة على نحو ما ("غريبة" لأن التحلى بالكمال لم يلصق قط بمؤسسات بشرية أخرى). وبالمقارنة بالمعترك السياسى، يحترم المجتمع الأمريكى إرادة الناخبين وأيضًا مؤسسات الديمقراطية، لكنه يقيد سلطات الهيئات التشريعية مع هذا. لم تكن استفتاءات السوق أقل حاجة لعمليات المراقبة والموازنة.

وعلى خلاف وجهة نظر المبشرين به، لم يتطور نظام السوق فى نهاية القرن العشرين وبداية القرن الحادى والعشرين إلى حالة الطبيعة. بل تطور بتحيزاته وطقوسه الغريبة. ومؤسسة الحكومة كانت غائبة تقريبًا. وقام مقامها نظام من النماذج تحركها السوق منغمسة فى رياضيات التمويل الجديد. وكانت نماذج وكالات التصنيف الائتمانى نمطية، وباركتها لجنة البورصة والأوراق المالية. وكان التمويل الجديد معيبًا لأن مفهومه عن المخاطر معيب. ووضعت البنوك معدلات العجز عن السداد فى المستقبل (وكل شىء آخر)، كما لو أن التاريخ قادر على تقديم الاحتمالات بيقين

علمى - وبدقة احتمالات النرد مع أو بطاقات لعب الورق نفسها. لكن الأسواق كما لوحظ مختلفة عن مباريات الحظ. فبطاقات لعب الورق على طاولة التاريخ تتغير دومًا. فقبل عامى ٢٠٠٧ و٢٠٠٨، كانت احتمالات انهيار الرهون العقارية على امتداد البلاد منخفضة للغاية، لأنها لم تحدث قط خلال السنوات السبعين الماضية.

ما أثبتته الأزمة، أو أعادت تأكيده، هو أن وول ستريت (فى اللحظات التى لا يمكن التنبوء بها) غير نظامى؛ وهو عرضة لعدم اليقين. وعاب جرينسبان على واضعى النماذج أنهم أدخلوا الشريحة الخطأ من التاريخ. لكن المستقبل غير مؤكد وليس هناك شريحة مثالية، أو لا توجد شريحة موثوق بها لتكفل الثقة بالنفس الجميلة للبنوك التى استخدمت رافعة مالية بنسبة ٣٠ إلى واحد.

وبوجه خاص، فُضحت بشكل مؤسف فكرة أن المشتقات المالية (فى أيدى إيه. أى. جى وما إليها) محت المخاطر أو حققت درجة مثالية ما فى تقسيم المخاطر على أطراف ملائمة. ويجب تذكر أنه عندما أُدخلت الأوراق المالية للرهون العقارية، تم الاحتفاء بها لأنها مكنت المقرضين من إصدار قروض دون تحمل مخاطر. وهذا ما فعلوه. وخلقت أيضًا نقاط ضعف جديدة. فقدرة كانترى وايد وواشنطن ماتشوال على تقسيم القروض إلى حزم وتقديمها إلى وول ستريت، حفزها على إصدار قروض أكثر وأكبر مخاطر من أية قناة توريق قائمة. ومن ثم زادت فكرة تقليص المخاطر للشركات المفردة المخاطر للمجتمع بصفة عامة.

وعبر بولسون (فى اليوم الذى فشلت فيه ليمان) عن الحاجة للإصلاح، وتابع الرئيس باراك أوباما وأيضًا الكونجرس الأمر بحماس. وبصفة عامة، كان هناك اتفاق أكبر أن الإصلاح أكثر ضرورة مما سوف يستتبعه. وركز الانتباه التشريعى على أربعة مجالات:

١- حماية مستهلكى المنتجات المالية مثل الرهون العقارية وبطاقات الائتمان

٢- تنظيم الأدوات المعقدة مثل المشتقات المالية

٣- تحاشى الحاجة لعمليات الإنقاذ الحكومية فى المستقبل إما عن طريق

(أ) منع البنوك من أن تصبح أكبر من أن تفشل أو عن طريق

(ب) ضمان ألا تدخل البنوك الكبيرة فى مخاطر كثيرة

٤- تقييد علاوات وول ستريت

أمن الجمهور بالأخيرة فقط من بين هذه. وفى وقت مبكر من عام ٢٠٠٩، بعد عمليات الكشف عن استمرار دفع العلاوات الكبيرة جداً فى إيه. أى. جى وميريل لينش، تلا ذلك ضجيج الاستياء. ومن المثير للدهشة أن ميريل دفعت مليون دولار فى صورة علاوات لما يقرب من ٧٠٠ موظف عام ٢٠٠٨، وهو عام خسرت فيه الشركة ٢٧ مليار دولار، وهو العام الذى تم فيه إنقاذ الشركة وتلك التى استحوذت عليها بأموال البرنامج الاتحادى لإنقاذ الأصول المتعثرة. وكانت ميريل أبعد من أن تكون بمفردها. ولم تتوقف تقريباً آلة علاوات جولدمان لتلتقط أنفاسها[٤٧٠].

كان الغضب الشعبى جلياً، وباختصار تم اكتساب روح الرقابة الأهلية. ونقلت رحلات بقافلة من الحافلات، نظمها حزب الأسر العاملة فى كونتيكت، سياحاً عبر الضواحى المحلية لزيارة منازل متلقى العلاوات، كما لو كان أملا فى جرجرتهم إلى المقصلة. وكان بعض هؤلاء الذين حكم عليه بالتواطؤ قد فصلوا من العمل بالفعل. ورُفض تلبية طلب جون تاين، رئيس ميريل، بالحصول على علاوة قدرها ٣٠ مليون دولار، بل وضع مجرد طلبه حداً لنهايته. وأقاله كين لويس، كبير المديرين التنفيذيين لبنك أوف أمريكا الذى أشعل له فى السابق لفافة تبغ. وعندما تبين فيما بعد أن العلاوات التى دفعتها ميريل كان يوافق عليها بنك أوف أمريكا، استقال لويس أيضاً.

ولم تذعن مشكلة الأموال التى تدفع للمديرين التنفيذيين لتسوية سهلة. وفى وول ستريت، كانت مشكلة السرف متأصلة (فى الحقيقة، فإن التدليل المفرط لم يكن يعترف به حتى على أنه كذلك). وبعد التوغل فى فترة الأزمة، عندما كانت بنوك مثل سيتى

جروب تدار بالاستثمارات الاتحادية وعندما كان سعر أسهم سيتى لا يتجاوز عشرة دولارات، شوهد كبير المديرين التنفيذيين، ڤيكرام بانديت، مع ضيف على الغداء فى لو بيرناردين، المطعم الفخم فى نيويورك. ونظر بانديت متفحصًا قائمة الأنبذة، ولم ير شيئًا من الكؤوس يغريه، ثم طلب زجاجة ثمنها ٣٥٠ دولارًا، حتى، كما شرح، يمكنه أن يتذوق "كأسًا من النبيذ تستحق الاحتساء". وشرب بانديت كأسًا واحدة، ولم يشرب صديقه شيئًا. ومن المفترض أن يُسكب الباقى فى البالوعة.

وسعى المصرفيون بحماس للدفاع عما يدفع لهم، وعن خيلائهم. فتحديد الأجور من وظائف سوق العمل، وأفضل إصلاح كان يجب أن يستهدف أن يعمل سوق العمل بشكل أفضل. (على سبيل المثال، فلو أُجبرت الشركات على السعى للحصول على موافقة حملة الأسهم على اتفاقات الأجور للمديرين التنفيذيين، لكان تمت استعادة السيطرة الملائمة على الأجور ولتمت مواجهة تدليل المدراء التنفيذيين [٤٧١]) واختارت الحكومة، بدلا من هذا، الإشراف على المدفوعات بطرق مختلفة لكن محدودة. وحظر الكونجرس العلاوات النقدية لمتلقى مساعدات برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، وقيد "قيصر الأجور"، الذى عينه جايتنر، رواتب المدراء التنفيذيين فى الشركات التى تسيطر عليها الحكومة مثل جنرال موتورز وسيتى.

والأكثر تشويقًا، أن الاحتياط الاتحادى عزم على حظر الممارسات المصرفية التى دعمت تحمل مخاطر زائدة عن الحد، مثل دفع علاوات كبيرة عن الصفقات التى قد تتسبب فى خسائر لاحقًا. وكان أمل الحكومة أن الاقتناع الاتحادى سوف يحرك البنوك لأن تصلح نفسها. وهذا حدث إلى حد ما. عدل عدد من البنوك أنظمة دفعهم الأجور، اتساقًا مع مخطط الاحتياط الاتحادى [٤٧٢]، ومارست مثل هذه السياسات، إلى جانب التمحيص الاتحادى، رقابة متواضعة فى أفضل الأحوال فيما يتعلق بإجمالى المدفوعات.

واقترحت إدارة أوباما حزمة تشريعية واسعة النطاق لمعالجة جوانب أخرى من الإصلاح، بما فى ذلك المشتقات والأوراق المالية المدعومة برهون عقارية والمخاطر

الكامنة فى النظام. وأحبط تعقيد هذه القضايا، وأيضًا حرص الكونجرس على أن يتدخل، الرغبة فى التوصل لحل محكم. وفى ثلاثينيات القرن الماضى، داوت الصفقة الجديدة الكثير من أسقام وول ستريت، من خلال مطالبة الشركات الكبيرة بأن تكشف عن تمويلها، وإقامة وكالة جديدة هى لجنة البورصة والأوراق المالية لمراقبتها. لم تظهر رصاصة واحدة فى ذاك الوقت. شنت البنوك حملة نشطة فى الكونجرس، وكان من نتائجها، أن الإصلاحات فى مشروع القانون كانت تدريجية وليست كاسحة [٤٧٣].

واقترح أوباما نقل الاتجار فى بعض المشتقات المالية (وليس كلها) لبورصة من المفترض أن تخضع فيها لمزيد من التحكم. لكن إجراء البيت الأبيض لم يضع حدوداً دنيا على الضمانات التى كانت جذر المشكلة من عام ٢٠٠٨، ويجعل اقتراح آخر مصدرى الرهون العقارية حريصين بدرجة معتدلة على الأقل على جودة القرض من خلال طلب أن يحتفظوا بجزء صغير من قروضهم. وجزء آخر، فى وكالات الائتمان، مما يجعلها متصارعة وذات نفوذ كما لم يحدث من قبل.

تأخر إقرار مشروع القانون بسبب انقسامات شديدة فى الكونجرس، وخاصة بشأن سؤال أى الوكالات فى فترة ما بعد الانهيار سوف ترأس الإشراف على البنوك. ووقفت قضية "أكبر من أن تفشل" التى وصفها بن برنانكي بأنها فى "قمة أولويات" الإصلاح فوق واشنطن مثل سحابة قاتمة[٤٧٤]. وتركت الأزمة تحديداً ميراثًا من المجازفة الأخلاقية التى كان بولسون يخشاها. وفى فترة ما بعد الانهيار، افترضت الأسواق أن الحكومة سوف، إذا لزم الأمر، تنقذ البنوك المهمة. وكان هذا يعنى أن البنوك الكبيرة تستطيع أن تقترض بشروط تفضيلية (لأن الحكومة لن تسمح لها أن تفشل). واعتُبر الوجود وسط الدائرة المتمتعة بالحماية نعمة كبيرة، لدرجة أن الإدارة والنائب بارنى فرانك، الذى أدار مشروع القانون فى مجلس النواب، اقترحوا فى البداية إبقاء قائمة الشركات التى هى "أكبر من أن تفشل" سرًا. وقدم الخبراء الذين استشارهم الكونجرس نصحًا سديداً نحو اتجاه مخالف – ألا تشجع الحكومة البنوك

على أن تصبح (أو تكون) كبيرة للغاية بجعلها غير مرغوبة [٤٧٥]. واقترحوا أن تُفرض متطلبات رأسمال أكثر صرامة وأقساط تأمين كبيرة كثمن للضخامة. واعتقد جرينسبان أنه بصرف النظر عن السياسة الرسمية، فالسوق سوف يستنتج أن كل بنك كبير يتمتع بشبكة أمان اتحادى. لذا فأكثر الطرق أمنًا لمنع المجازفة الأخلاقية هو تحطيم المصارف الكبيرة على طريقة تدمير شركات النفط الكبيرة [٤٧٦]. لكن إلى حين الإقرار النهائى لمشروع القانون، خرجت مؤسسات وول ستريت من الأزمة محمية عن ذى قبل.

وإذا ما كان هذا لمصلحتها بشكل كامل، فهو موضع جدل. إنكار حق الفشل يقيد بشكل غير مبرر الحق فى النجاح. ومع أن المقترحات التشريعية متواضعة، كان المناخ التنظيمى أكثر صرامة بشكل واضح. فالنطاق المسموح به للبنوك فى تحديد الرسوم المختلفة كان مقيدًا. والرهون العقارية المبالغ فى المضاربة عليها من النوع الذى أينع أثناء فترة الازدهار تم تقييده. وإذا حدث وتم إقرار الوكالة المقترحة للحماية المالية للمستهلك، فستكون صداعًا كبيرًا للبنوك.

وعزز الاحتياط الاتحادى أيضًا دور التنظيم. وفى الاحتياط الاتحادى فى عهد جرينسبان، كانت السياسة النقدية وحدها هى التى تهم. وبعد الانهيار، عادت الوكالة إلى عمل تقييم قروض البنوك والموازنة بعين أكثر ريبة تجاه نماذج المخاطر. وأخبر دانيل تارولو، أول محافظ للاحتياط الاتحادى يعينه أوباما، بشكل لاذع، لجنة تابعة لمجلس الشيوخ فى أكتوبر تشرين الأول من عام ٢٠٠٩، أن "الأمور [بالنسبة إلى البنوك] سوف تتغير. وهذا يعنى نماذج الأعمال. وهذا يعنى طريقة تقييم المخاطر. وهذا يعنى كيف تدير مؤسستك".

وخرج البنك المركزى من الانهيار خزيانًا بشكل كبير. وأقر برنانكى علنًا أن الأزمة أخذته على حين غرة [٤٧٧]. وبالمضى قدمًا، وقع على عاتق الاحتياط الاتحادى قسط كبير فى ضمان أنه لن تربكه فقاعة مرة أخرى. ومن المفترض أنه بعد أن يتعافى

الاقتصاد بالفعل، فمن غير المرجح أن يغرى الاحتياط الاتحادى بسعر فائدة منخفض للغاية كما فعل فى العقد الأول من القرن الحادى والعشرين.

ووعد المنظمون الدوليون أيضًا بشن حملة على استخدام البنوك لرأس المال. وتعهد موفدو مجموعة العشرين أن يرفعوا متطلبات رأس المال التى على البنوك التقيد بها، عندما تخف حدة الكساد فى العالم. وإذا تم الوفاء بالتعهد، فانه سيكبح المستوى العام المخاطر. ومقارنة بفترة ما قبل الانهيار، انخفضت الرافعة المالية فى وول ستريت بشدة بالفعل [٤٧٨]. والرافعة الأقل تعنى أصولا أقل، وتعاملات أقل، وأرباحًا أقل. وفى الواقع، ففى عالم به قيود أشد على رأس المال، ما كان لفقاعة العقد الأول من القرن العشرين أن تحدث [*].

ووُلد التمويل من جديد عندما انحسر الهلع، لكنها فى كثير من الجوانب صناعة متغيرة - أكثر حمايةً، أكثر تنظيمًا، وأكثر تركيزًا وأقل تنافسية. وكانت الشركات الأصغر، والأكثر مشاكسة التى تحدت من قبل جولدمان ساكس، تلعق جراحها أو اختفت كلية. وكان المنافس الوحيد الحقيقى لجولدمان هو جيه. بى. مورجان الذى أصبح عاهل وول ستريت. (كانت جولدمان ومورجان بين الأوائل الذين كان يتعين عليهم تسديد أموال برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة). وكان النشاط المصرفى التجارى مركزًا بشكل استثنائى، مع تحمل البنوك الأربعة الأكبر ما يقرب من ٤٠ فى المئة من الودائع وثلثى بطاقات الائتمان[٤٧٩]. وفى الواقع، أُنتزع نموذج الغرب الوحشى، ليحل محله اتفاق يبدو أكثر أوروبية يزدهر فيه عدد صغير من اللاعبين فى ظل احتضان الحكومة. وأثناء عام ٢٠٠٩، تشاور الوزير جايتنر مع رئيس كل من جيه. بى. مورجان وجولدمان وسيتى بمتوسط مرة لكل يومين [٤٨٠]. وكانت جولدمان مازالت تدخل مخاطر كبيرة، لكن الآن مع دعم دافعى الضرائب (إذا لزم الأمر).

(*) سوف تعتمد فعالية متطلبات رأس المال جزئيًا على إذا ما كان المنظمون يمنعون الشركات من مراوغة القصد من القواعد كما فعلوا فى الماضى، حينما كان العمل المصرفى يجرى فى الظل بعيدًا عن الموازنة. (المترجم)

وكانت البنوك مثل فانى وفريدى قبل الانهيار: مؤسسات هادفة للربح يمتد إليها خط إنقاذ مفترض من الخزانة.

وفى تسعينيات القرن الماضى والعقد الأول من القرن الحالى، مول وول ستريت اقتراض المستهلك من خلال بيع أوراق مالية فى السوق العالمية. وبعد الانهيار ستتعرض هذه الديناميكية للضغط. وكان لدى الأسر ديون ثقيلة لتتعامل معها وهو ما يتوقع أن يستغرق سنوات. واعتمد الأمريكيون أكثر على الدخل وقل اعتمادهم على تمويل وول ستريت. ولأسباب تنظيمية، وحضارية أيضًا (مثل البطالة المرتفعة) انخفضت التوقعات. وتآكل تأثير وول ستريت على الثقافة الأمريكية فيما يبدو، وتفاؤله البراق تهرأ ليتحول إلى مركز مزدهر. ومثلت زيادة الادخار نفسها رفضًا لعقيدة وول ستريت، فهى تشير إلى قلق الأمريكيين بشأن المستقبل. وتقريبًا على امتداد فترة مراهقتهم بكاملها، كان الأطفال الذين ولدوا فى فترة الطفرة الميلادية يزعمون أنه حتى الأرصدة الصغيرة (أو منازلهم الصغيرة) سوف تنمو لتصبح مدخرات كبيرة وتغطى فترة التقاعد. والآن فما هم إلا سناجب يخزنون جوزات البلوط للشتاء.

وانعش الانخفاض فى الإنفاق اللغز الأساسى السائد فى سنوات الكساد وأيضًا فى اليابان فى تسعينيات القرن الماضى: كيف أخلق طلبًا كافيًا على السلع والعمل؟ وبالمقارنة مع العصر الذهبى لوول ستريت، كانت الحكومة عازمة فيما يبدو على تقديم إجابات أكثر ومصرفيين أقل. فعلى كل حال، تم شراء التعافى بإنفاق هائل فى القطاع العام وقروض له، ولم يظهر على ما يدل على أن خط الأنابيب الاتحادى سيُغلق.

وأينما ولّى المرء وجهه - أسواق الائتمان أو الرهون العقارية أو صناعة السيارات - كانت الحكومة تلعب دورًا مربيًا فى الشؤون الخاصة سابقًا. كانت الإدارة تداوى الصناعات المفضلة (الطاقة والبيئة) فى ارتداد إلى تقليعة التخطيط الصناعى

فى سبعينيات القرن الماضى. وكانت البطالة أعلى، ودور الحكومة كضامن اجتماعى أكبر. واقترب أوباما فيما يبدو، أخيراً، من سن قانون الرعاية الصحية لعموم المواطنين، وهو هدف سعى إليه الليبراليون منذ الصفقة الجديدة. وفى الواقع، كان جون مينارد كينيز، الاقتصادى البريطانى من القرن العشرين، ورجل الدولة الذى اشتهر بريبته تجاه الأسواق، والذى رفض أفكاره جيل من المحافظين الجدد، قد عاد إلى موقعه السابق على قائمة القديسين. وجادل ثلاثى من الكتب التى صدرت فى وقت مناسب بأن طريقة الخروج من الركود هو الالتفات إلى اللورد كينيز الذى أكد على عدم يقينية الحياة الاقتصادية، ونصح بموقف دقيق للحكومة، كملمح ثابت للمجتمعات الصناعية وضرورى للتوازن بين قمم الدورة الاقتصادية وسفوحها(٤٨١). والتحفيز نفسه كان يمثل الاقتصاديات الكينيزية الخالصة، وهى أداة معيارية لصانعى السياسة الأمريكيين خلال سبعينيات القرن الماضى، استبعدت أثناء سنوات الفقاعة.

وكان لسياسات الإنفاق جانب مظلم - فقد مزقت تمويل الحكومة. ومن بين دول مجموعة العشرين، ارتفع العجز فى الموازنة من متوسط بلغ واحد فى المئة من الناتج المحلى الإجمالى إلى ثمانية فى المئة. وكانت الولايات المتحدة من بين أسوأ المتضررين، حيث بلغ العجز فى الموازنة عشرة فى المئة من إجمالى الناتج المحلى. وفى العام التالى لليمان، ارتفع الدين الأمريكى بنحو ١,٩ تريليون دولار (توقع رودريجيث أن يرتفع تريليونى دولار) ليصل إلى إجمالى مذهل بلغ ١١,٩١ تريليون دولار. وكتب رودريجيث "فى رأينا أن هذه طريق خطرة للغاية تلك التى اخترناها" (٤٨٢).

وبحلول عام ٢٠٠٩، بلغ دين كل أمريكى (إذا وافق على حصته من الدين الاتحادى) ٢٤ ألف دولار - أى ضعفى الرقم الذى كان مديناً به قبل عقد من الزمن. وعلاوة على هذا، وعلى خلاف فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، عندما اقترضت الحكومة فى الغالب من الأمريكيين - فى الواقع، من نفسها - هذه المرة

اقترضت الحكومة من الخارج؛ تضمن نصيب كل أمريكى من الديون ٢٥٠٠ دولاراً للصين وحدها.

يمكن الجدل بأن الولايات المتحدة حسمت الأزمة ببساطة من خلال تحصيص ديون وول ستريت وتحويل مشكلة القطاع الخاص إلى القطاع العام. على كل حال، قلص "حلها" قيمة حسابها الدولى أكثر. واقترضت أمريكا من الخارج لتدفع للفقاعة؛ والآن تقترض من أجل الأزمة الاقتصادية. وترد السابقة البريطانية على الأذهان. فقد خرجت بريطانيا من الحرب العالمية الثانية مدينة؛ وتمت إعادة تقييم عملتها بعد فترة قصيرة بحسب المعايير الدولية وخضعت بريطانيا للقيادة النقدية الأمريكية. وسوف تجد الولايات المتحدة نفسها أمام تحدٍّ لتفادى مصير مشابه (انخفض الدولار ١٢ فى المئة أثناء الشهور التسعة الأولى لأوباما فى المنصب.)

وأدى فشل النموذج الأمريكى إلى إعادة تشكيل الجغرافيا السياسية. فلم تعد أوروبا تتهافت على تقليد الولايات المتحدة؛ وكانت اقتصاديات الآسيوية فى صعود. وأصبح الأمريكيون الذين اعتادوا على التبشير بعجائب السوق عرضة لمحاضرات من سدنة التحكم فى الاقتصاد فى القمة الاقتصادية فى دافوس فى عام ٢٠٠٩، وشمت رئيس الوزراء الروسى فلاديمير بوتين بالموت الفعلى للنشاط المصرفى الاستثمارى. وعاب رئيس الوزراء الصينى وين جيا باو، عن حق، "التوسع الزائد عن الحد للمؤسسات المالية فى سعى أعمى للحصول على الربح". وفيما يبدو أنه تعنيف يشبه ما كان يفعله المبشرون الغربيون فى الزمن الغابر، أدان وين بشدة واشنطن لترويجها "لنموذج غير قادر على الصمود من التنمية، تميزه مدخرات منخفضة لمدى زمنى طويل واستهلاك مرتفع". ولأن الصين كانت أكبر دائن للحكومة الأمريكية، لم يكن من الممكن تجاهل نصحها. وفعلا، سافر جايتنر فجأة إلى بكين حيث توسل أمام جمهور فى جامعة بكين، بطريقة سفير ذليل، أن حكومته ستظل قادرة على سداد الدين.

وتستتبع تركة الأزمة – التى وصفها العاملون فى وول ستريت بأنها "العادية الجديدة"[٤٨٣] – فيما يُتوقع، دولاراً ضعيفاً وحضوراً أكبر للحكومة والمزيد من البطالة

وضرائب أعلى. وكان عالم من آفاق ضيقة. فمنذ ثمانينيات القرن الماضى وما تلاها، لم يعتبر أى أفق ضروريا. وأصدر رونالد ريجان فرمانًا بأن الحكومة هى المشكلة وليس العلاج. وتم النظر إلى الأسواق باعتبارها أنظمة بيئية ذاتية التنظيم. وانكمشت سلطة التنظيم، وتوسعت قدرة تجديد السوق بالتناسب. وبحلول العقد الأول من القرن الحادى والعشرين، لم يعد تجديد السوق محل شك حتى: أى شيء يبتكر فى وول ستريت جيد بواقع الحال. ونعمت الابتكارات المعقدة، مثل الأصول المورقة، بنعمة زعم السلامة. وتذكر أن شهادة جرينسبان فى عام ١٩٩٨، كان مفادها أن "تنظيم عمليات المشتقات التى يجرى التفاوض بشأنها بشكل خاص من المتخصصين ليس ضروريًا"(٤٨٤). وفكرة أن وول ستريت يجب أن يدير كازينو، أى يراهن على أى الشركات سوف تصمد وأيها سوف يفنى، لم تزعج المراقبين فلم يعترضوا عليها ولو قليلا. كان الاعتقاد أن بيانات السوق المؤلفة من نوع ما من النصوص المقدسة التى يستطيع المتنبئون أن يتنبأوا، بشكل موثوق به بناء عليها، بمعدلات عجز الأسر عن السداد وما شابه ذلك، مقبولة من حيث المبدأ.

واستثمر جيل قسطًا أكبر فى الأسهم متغذيًا على ترياق مفاده فى الأساس أن المخاطر عفا عليها الزمن. وتمامًا كما كان يفترض أن سقوط الستار الحديدى قد أنهى التاريخ، فالصعود الناعم لوول ستريت عبر معظم تسعينيات القرن الماضى والعقد الأول من القرن الحالى، كان قد أنهى تاريخ السوق. (فلا مزيد من الزلازل بل مكاسب مطردة). ورسم انهيار عام ٢٠٠٨ نهاية هذه النهاية. وتفضيلات الجيل، التى تمثل عقيدة، تواترت كثيرًا لدرجة أصبحت إنجيلا ومفاده أن الأسهم كانت وستظل دومًا استثمارًا آمنًا طويل الأمد، تحولت إلى رماد. وفى أعقاب الانهيار، لم يكن العائد على الأسهم على مدار عشر سنوات سلبيًا فحسب، بل زحف على عائد سندات الحكومة على مدار العشرين عامًا الماضية. كانت الأسهم فى الواقع متقدمة تقريبًا على امتداد إطار زمنى مدته ثلاثون عامًا(٤٨٥). وكانت العواقب عميقة. وأعيدت كتابة مخصصات المحافظ المالية للأفراد والهبات وصناديق التقاعد والمؤسسات الأخرى. وغير المجتمع وجهة نظره بشأن المستوى المقبول من المخاطر.

وفى الفترة السابقة على الانهيار، كان من المفترض بحكم الحال، أن لا تشريع أو قواعد مطلوبة لمنع البنوك من تقديم قروض حمقاء؛ فعلى كل حال، كما تقول النظرية، فما السبب الذى تعرض المؤسسات من أجله رأسمالها للخطر بأى حال؟ وكان حجر الزاوية فى نظرية السوق الكفء - النظر إلى رجل الاقتصاد باعتباره دومًا له مصالح ذاتية منطقيًا - قد انهار بالأحرى إلى حد مربك. وعلى نحو مشابه انهار الاعتقاد أن المصرفيين هم الأكثر دراية، أى يمكن الاعتماد عليهم فى الحفاظ على شركاتهم.

واعتبرت الآن الأهمية الفريدة للتمويل محل ريبة، وفى كل الاحتمالات، مؤقتة. فقبل تسعينيات القرن الماضى، بلغ متوسط أرباح الشركات المالية نحو ١,٢ فى المئة من إجمالى الانتاج المحلى بتفاوتات سنوية طفيفة. لكن فى تسعينيات القرن الماضى، وفى العقد الأول من القرن الحالى؛ ارتفعت بشدة، وبلغت قيمة هذه الأرباح، فى عام ٢٠٠٥، ما إجماليه ٣,٣ فى المئة[٤٨٦]. وليس هناك سبب مضمر لأن ترتفع حصة التمويل فجأة ثلاثة أمثال من الناتج المحلى، وفى عالم به رافعة مالية أقل ومخاطر أقل وشهية أقل للأوراق المالية الغريبة، وعلى البعد منه، سعر فائدة أعلى- لم يكن هناك سبب لأن يستمر هذا. وكانت النهاية الملائمة لوول ستريت هو تزييت تروس اقتصاد البلاد، فقد أصبح فى عصر الفقاعة، هدفًا فى ذاته، وآلة متصلة بكمال غير بشرى.

قد يكون من المبالغ فيه أن الاقتصاديين فى المستقبل سوف يقفون على حذر من نماذج التنبؤ أو أن المدراء التنفيذيين سيمتنعون عن الاعتماد على "السيولة" لإنقاذهم من مأزق. لكن أسوأ ركود فى ٦٠ عامًا - وهو ما لا يشكك فيه معظم الاقتصاديين حتى عندما مر أكثر من ستة شهور منه - يجب أن يحفز على القليل من التواضع. المضاربات سوف تعود، بالطبع، وأيضًا الفقاعات. السؤال هو هل سيعاملها الأمريكيون باستخفاف شديد؟

وفى الخارج، ففكرة أنه يجب على البنوك المركزية أن تقيد المضاربة ليست محل خلاف تقريبًا. وفى الولايات المتحدة كانت محل خلاف. وكرس كل من جرينسبان وبرنانكى الكثير من الكلمات للرد على فكرة أنه يجب "تُفثأ"(*). الفقاعات. وبدلا من هذا دعموا سياسة إزالة الفوضى فيما بعد. وعكس هذا شكوكهم فى أن البشر العاديين، وحتى محافظى الاحتياط الاتحادى، يمكنهم استكشاف إذا ما كان السوق المنتفخ غير منطقى - إذا ما كان أى سوق غير منطقى. حتى بعد الانهيار لم يستطع برناكى تقريبًا أن يجرؤ على التفوه بكلمة "فقاعة"، مفضلا أن يتحدث عن "انتعاش" الرهون العقارية [٤٨٧].

الدرس التقويمى الذى تعلمه برنانكى، فى عام ٢٠٠٨، كان قد كتب قبل الكساد الكبير وأثناءها، عندما، كما اعتقد، أخطأ الاحتياط الاتحادى فى تشديد الإجراءات على تشكيل الائتمان بما فى ذلك الائتمان المستخدم للمضاربة فى الأسهم. بعبارة أخرى، كان الاحتياط الاتحادى تقييديًا للغاية. وقد يستفيد مصرفيون فى البنوك المركزية فى المستقبل من درس معاكس من عام ٢٠٠٨: فقد سمح الاحتياط الاتحادى بأن تمضى المضاربات إلى حد بعيد للغاية.

(*) لا يتطلب انفثاء الفقاعة (وتحديد موقعها) نظام شامل لمراقبة المخاطر كما كان مقترحًا. فالاحتياط الاتحادى مسؤول عن رفع سعر الفائدة لتفادى التضخم المبالغ فيه. ويستطيع أيضًا رفع سعر الفائدة لكبح التضخم فى دورة الائتمان - وهو أسهل بالأحرى فى إدراكه. وبصرف النظر عن المستوى المثالى لأسعار الفائدة، فعندما تقل العلاوة السعرية التى يتم تقاضيها من المقترضين أصحاب الجودة الائتمانية المنخفضة فهذا علامة على أن معايير الائتمان تضعف. واقترح الاقتصادى روبرت جيه. باربرا صيغة بسيطة لتعديل أسعار الفائدة، لا تتضمن تغييرات فى مؤشر أسعار المستهلك فحسب، لكن أيضًا فى الفرق الائتمانى بين أذون الخزانة والأوراق المالية غير الحكومية. وإذا تم تبنى مثل هذا التغيير، فسوف يشكل الائتمان السهل أساسًا لتشديد محتمل، إن لم يكن تلقائيًا. وهذا لا يعنى القول إن إنسانًا آليًا قد يدير البنك المركزى. فالسياسة النقدية حدسية بقدر ما هى رياضية. والتنظيم المصرفى ذاتى فى لبه. فعلى محافظ الاحتياط الاتحادى النشط أن يدرك أنه عندما تصدر البنوك على امتداد البلاد قروضًا دون أن تسأل المقترضين أن يقدموا وثائق عن دخلهم - أى توثيقًا صدقهم - أن هناك شيئًا فاسدًا فى النظام. (المترجم)

مثلت نهاية الحقبة فى وول ستريت أيضًا نهاية روبرت رودريجيث. المستثمر الذى استشرف المشكلة قبل معظم الناس - والذى شجب ديون فانى وفريدى مبكرًا، فى عام ٢٠٠٦، والذى نظف محفظة سنداته من الأوراق المالية "المشتبه بها" المدعومة برهون عقارية، والذى حذر من "غياب الخوف"، فى منتصف عام ٢٠٠٧، والذى رأى أن إنقاذ النظام يستلزم رأسمالا وليس سيولة فحسب - أعلن أنه سيغادر شركته، فى عام ٢٠١٠، لمدة عام عطلة. وبالمصادفة، واكب عام ٢٠٠٩، مرور ٢٥ عامًا من عمله فى المجال - ربع قرن من الاستثمار فى سوق تتزايد فيه الفقاعات المدعومة بمصرفيين شديدى الحماس، ومستثمرين متفائلين، ومسؤولين متسامحين دومًا، وفى النهاية هوس بالرهون العقارية. وحاول رودريجيث أن يتجنب المخاطرة الكامنة فى هذه الفقاعات، كى، كما اعتقد، يقلل انكشافه على عواقب الأزمة. وحتى نهاية سبتمبر أيلول، من عام ٢٠٠٩، سجل صندوق أسهمه، إف. بى. إيه. كابيتال، عائدًا سنويًا خلال قيادته بلغ ١٤,٧٧ فى المئة، وهو أفضل من أى صندوق تعاونى متنوع على مدار ٢٥ عامًا. وحقق مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ عائدًا بلغ ١٠,٣٦ فى المئة فقط، فى الفترة الزمنية نفسها[٤٨٨]. حتى فى سوق تهيمن عليه الفقاعات - وربما خاصة فى وجود الفقاعات - مازال الاستثمار الحذر يؤتى أوكله.

وفى أكتوبر تشرين الأول، دخل المستثمر الحذر، الذى كان يستعد بالفعل للخروج من وول ستريت، سباق لو مانز سيريز الأمريكى، فى مونتيرى بولاية كاليفورنيا، متقاسمًا مع سائق مساعد عجلة قيادة سيارة بورشه من طراز جى تى. ٣ كب. وكانت هذه هى المرة الأولى التى يخوض فيها رودريجيث سباق لو مانز الذى يستمر أربع ساعات. وتضمنت الحلبة ٢٣ متسابقًا، معظمهم متسابقون محترفون يقودون سيارات بجودة فيرارى وكورفيت، وبسرعة تتجاوز ١٥٠ ميلا فى الساعة. بلغ المضمار ميلين وربع الميل وبه ١٢ منعطفًا - إحدها كان يعرف بأنه نازعة سدادات الفلين، وكان يقال إنه يساوى سقوطًا من ثلاثة طوابق، أو ربما بقياس مستوى تدفق الأدرينالين الذى

يحدثه الهروع إلى سحب الودائع من البنك جماعات. وقال رودريجيث: "إنه يجعل قلبك يخفق". وتوقفت ست سيارات وتصادمت اثنتان واصطدمت واحدة بجدار عند النهاية. وأنهى رودريجيث السباق فى المرتبة الثالثة. لقد نجا ليكمل يومًا آخر.

شـكـر وعـرفـان

الكتابة عمل انفرادى. لماذا، إذن، أشعر أننى محاط بمشاركين - أعمدة دعم، من الأصدقاء والزملاء المخلصين ومقدمى المشورة الحكيمة للغاية؟ دأب والدى على القول إن الرحلة بأهمية المقصد نفسه، إن لم تزد، والذين ساعدوا فى هذا الكتاب لم يحسنوا المنتج فحسب، بل أثروا الرحلة أكثر مما تستطيع أن تقوله أية كلمات. أنا ممتن للغاية أولاً لأكثر من مئة شخص وافقوا على إجراء مقابلات معهم عن أحداث هذه القصة. بعضهم ذكر اسمه علنًا، وبعضهم فضل عدم ذكر اسمه. وبصرف النظر، فبدونهم ما كان ليظهر الكتاب. ويسر كثيرًا حصولى على هذه المصادر عدد من الموظفين فى العلاقات العامة. ومن المعتاد ألا يتم التغنى بمثل هذه الجهود، لكن عندما يقدم المتخصصون وقتهم وفهمهم، ينبغى رصده. ومن بين آخرين، أوجه شكرًا خاصًا لمتخصصى العلاقات العامة؛ بول كريتشلو، وميشيلا داڤيس، وكريستن سى. ليمكاو، وجينمارى مكڤادن، وكالڤين إيه. ميتشل الثالث، وجورج سارد وميشيلا إيه. سميث، وروبرت ستيكلر. وأكن التقدير نفسه لعدد من الناس الذين قرأوا أجزاء من الفصول المفردة، وقدموا نقدًا، حسَنَ كثيرًا المسودة الأصلية. وهناك آخرون، بعضهم فضل، مرة أخرى، ألا تُذكر أسماؤهم، لكنى أقدم الشكر بملء قلبى لروبرت جلاوبر، ومايكل جرينبيرج، وفرانك بارتنوى، وبيتر واليسون. وبالنسبة إلى التزامات الدين المكفولة بضمان ولكل أبجديات الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية، فقد حالفنى حسن الطالع بأن أستطيع أن أستعين بخبرة شقيق زوجتى موريس بيرل. وبينما كان موريس ناجحًا للغاية فى وول ستريت، فقد ظلت الطبيعة الدقيقة لعمله لغزًا تامًا لأسرته لسنوات كثيرة. وبكل صدق، مازال لغزًا. لكن موريس - فى استقامته، وتركيزه على الحقائق،

وسلوكه الجاد - كان طيبًا بما يكفى ليضيء لى الطريق بشأن عمل توريق الرهون العقارية. وبالإضافة إلى هذا، قرأ الكتاب برمته وقاسمنى بصيرته الاحترافية. قرأ هذا الكتاب أيضًا ثلاثة أصدقاء أعزاء: نيل بارسكى، وميتش روبن، وجيفرى تانينباوم أثناء كتابته. أحيانًا كان لهم تعليقات، وغالبًا لا يفعلون. وبصرف النظر، فقد حظيت نعمة وجود الجمهور الأول من الأصدقاء بتقدير هائل. جرى البحث لهذا الكتاب وكتابته فى تسلسل زمنى يشبه ذاك العام وأكثر وهى الفترة التى رصدها، يمكن القول إنه أنجز سريعًا. (البعض يكتبون سريعًا، فلنرفع القبعات لهم). وخاصة لأننى كنت مضغوطًا فى الوقت، فقد كنت محظوظًا وربما مدللا دومًا، لأن كان لدى جيرمى كريس باحثًا مساعدًا. كان جيرمى مجتهدًا ودقيقًا وفريد المهارات فى جمع المعلومات ذات الصلة. وأثناء فترات القلق النهائية التى كنت أستخدمها فى إرسال قوائم بالنقاط التى يجب تدقيقها والحقائق التى يجب التحقق منها، وأشياء من هذا القبيل، إليه، كانت تأتى فى الصباح وتظهر مرقمة بشكل جميل ومحسومة بشكل رشيق فى صندوق بريدى الإلكترونى، كما لو أنها مرسلة من لدن ملاك إلكترونى ما. مجرد الشكر لا يكفى.

لا يمكننى أن أتخيل إنجاز هذا المشروع واجتياز هذا العام دون دعم أسرتى، وكثرتهم أكبر من أن تُعد. (لكن بوجه خاص، شكرًا لكم، مات، وزاك، وألى، على الروعة التى كنتم عليها؛ شكرًا لأبناء زوجتى لسؤالهم باهتمام لا يفتر عن مدى ما تم إنجازه فى كل خطوة، وشكرًا لكى يا أمى لتعاملك فى أوقات الفتور بشكل رائع). وأخيرًا - حسنًا أخيرًا تقريبًا - شركائى المتخصصين - وكيلتى ميلانى جاكسون، والمحررة آن جودووف، لوقوفهما إلى جانبى لفترة طويلة للغاية، ولهذا الولاء الذى أبدياه، فبدونهما ما كان لهذا الكتاب أن يُدون. كان دعم ميلانى هائلا وتلقائيًا، فيما يبدو، خاصة عندما أكون فى أمس الحاجة للدعم. وربما يمكن القول الآن فى اعترافى المتأخر بالجميل، لكن ليس بشكل أقل، فقد روضتنى وأقنعتنى، وفى النهاية، كادت أن تجبرنى على الاضطلاع بهذا الكتاب. كان بوسع بعض المحررين أن يتركوا الأمر عند

هذا الحد، لكن أن شرعت - وهل يجرؤ المرء على قول هذا فى أوقات الخوف من الميزانية؟ - فى تحرير الكتاب وتحريره جيداً. ماذا يطلب المرء أكثر من هذا؟ حسنًا... زوجتى جودى بتفانيها والتزامها اللانهائيين، وبإحساسها الراقى فى القراءة والكتابة، أبرزت الروابط الخفية، وانتقدت الصلات غير الواضحة، وأصرت على الوضوح فى غيمة سحب التأليف، ورفضت أن ترضى بالجيد تقريبًا، ونصف المفسر أو الصحيح تقريبًا، وبصفة عامة، بصبر محمل بالحب - أثق فيه وأبادله - ساعدت لتثرى حقّا - فى قراءة كتل من النثر فى شىء يشبه تقريبًا كتابًا. الكلمات تعجز عن التعبير.

الهوامش

تمهيد:

(١) "خُمس فقط": مارك زاندى، إكونومى. كوم، وروبرت جيه. صامويلسون، **التضخم الكبير وتوابعه: ماضى ومستقبل الوفرة الأمريكية (٢٠٠٨)**، ص ٢١٨؛ "ديون الشركات المالية": مارتن وولف، "انتقام أسيا"، فاينانشيال تايمز، التاسع من أكتوبر تشرين الثانى ٢٠٠٨.

(٢) بن برنانكى ومارك جيرتلر، "السياسة النقدية وتقلبات سعر الأصول" **إكونوميك ريفيو** الاحتياط الاتحادى لمدينة كانساس، الإصدار .IVQ ١٩٩٩ الصفحات ١٧-٥١؛ وروجر لونشتاين، "تعليم بن برنانكى"

نيويورك تايمز، ٢٠ يناير كانون الثانى ٢٠٠٨.

(٣) بيتر إس. جودمان "الحساب: القاء نظرة جديدة جادة على تركة جرينسبان" نيويورك تايمز، الثامن من أكتوبر تشرين الأول ٢٠٠٨.

(٤) روبرت إل. رودريجيث وتوماس إتش. أتيبيرى، "إضراب المشترى" خطاب حملة الأسهم لصندوق إف. بى. إيه. نيو إنكم فى ١٦ يونيو حزيران، ٢٠٠٢.

(٥) رودريجيث وأتيبيرى، تقارير نصف سنوية لصندوق إف. بى. إيه. نيو إنكم، عن فترات تنتهى فى ٣٠ سبتمبر أيلول ٢٠٠٥ و٣٠ سبتمبر أيلول ٢٠٠٦.

الفصل الأول:

(٦) النائب عن ولاية ماساشوستس، بارنى فرانك، متحدثًا أثناء جلسة استماع فى مجلس النواب ٢٥٧٥، **القانون الثانوى لتحسين تنظيم مشروعات سوق الرهون العقارية**، فى ٢٥ سبتمبر أيلول ٢٠٠٣، للجنة الخدمات المصرفية فى مجلس النواب، الدورة ١٠٨ للكونجرس، الجلسة الأولى (financialservices.house.gov/media/pdf/١٠٨-٥٤pdf)

(٧) إدوارد بينتو. وبدقة أكثر، يتعين أن يكون رأس المال وسعر الفائدة والضرائب والتأمين على الرهون العقارية عالية المخاطر فى إطار ٢٨ فى المئة من إجمالى الدخل (قبل الضرائب).

(٨) بيثانى مكلين، "وقفة فانى ماى الأخيرة"، **فانتى فير**، فبراير شباط ٢٠٠٩.

(٩) بيتر واليسون وتشارلز دبليو. كالوميريس، "التزام التريليون دولار الأخيرة: دمار فانى ماى وفريدى ماك"، **فاينانشيال سيرفيس أوتلوك**، معهد المشروعات الأمريكى لأبحاث السياسة العامة، سبتمبر أيلول ٢٠٠٨. عندما كتب واليسون، الباحث فى معهد المشروعات الأمريكى، بشكل انتقادى للوضع التفضيلى للتوأمين، قطعت فانى ماى نشاطها مع شركة موركيج جارنتى إنشورنس التى تؤمن مجموعة الرهون العقارية لفانى، والتى كان فيها واليسون عضواً فى مجلس الإدارة. واستقال واليسون من الشركة ليجنب الشركة المزيد من المشاكل، وواصل الكتابة منتقداً التوأمين ومرة أخرى عانى من الانتقام. وهددت فريدى ماك هذه المرة بقطع العمل مع جيبسون دون أند كروتشر، الشركة القانونية التى كان واليسون يعمل لها "مستشاراً".

(١٠) بول مولو وماثيو باديلا "صعود أنجلو"، **موركيجا ستراتيجى**، الرابع من أغسطس آب، ٢٠٠٨.

(١١) "المخاطر السياسية" و"المجادلات": واليسون وكالوميريس، "التزام التريليون دولار": "أكثر من مليون دولار": مكلين، "وقفة فانى الأخيرة".

(١٢) واليسون وكالوميريس "التزام التريليون دولار"، ٣-٤.

(١٣) "الترويج للمنتجات": "التزام التريليون دولار": "المكاسب المزدوجة لحاملى الأسهم": "وقفة فانى الأخيرة": "من ١٠٠ مليون دولار": **منظور إدارى للإصلاح التنظيمى للمشروعات التى ترعاها الدولة**، جلسة استماع أمام لجنة الخدمات المالية فى مجلس النواب، الدورة ١٠٩ للكونجرس، الجلسة الأولى، ١٣ أبريل نيسان ٢٠٠٥، ٦١.

(١٤) **منظور إدارى للإصلاح التنظيمى للمشروعات التى ترعاها الدولة**، ١٢.

(١٥) نفس المرجع، سنو: ٢١، ٦١؛ جرينسبان، ٢٣.

(١٦) نفس المرجع، ٤.

(١٧) "العمل المفرد الكفيل للأسرة: مواجهة مفترق الطرق الإستراتيجية"، عرض داخلى فى فانى ماى، ٢٧ يونيو حزيران ٢٠٠٥ (بعد ذلك "مفترق الطرق الإستراتيجية") تم الكشف عنها فى لجنة المراقبة والإصلاح الحكومى التابعة لمجلس النواب كجزء من جلسة استماع فى التاسع من ديسمبر كانون الأول ٢٠٠٨، **دور فانى ماى وفريدى ماك فى الأزمة الاقتصادية**، ٢٣، ٢٥؛ دانيل مود، مقابلة مع المؤلف.

(١٨) ديفيد إيه. أندروكونيس، رسالة بالبريد الإلكترونى إلى مايك ماى، السابع من سبتمبر أيلول ٢٠٠٤، وماى، ورسالة بالبريد الإلكترونى إلى ريتشارد سيرون وجينى إلى مكواد فى السادس من أكتوبر تشرين الأول ٢٠٠٤، أفرجت عن كليهما لجنة المراقبة والإصلاح الحكومى التابعة لمجلس النواب كجزء من جلسة استماع بشأن فانى وفريدى فى التاسع من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(١٩) "مفترق الطرق الإستراتيجية".

(٢٠) تشارلز دوهيج، "الحساب: الضغط من أجل خوض مزيد من المخاطر، وصول فانى إلى الحافة" **نيويورك تايمز**، الرابع من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٢١) دوهيج، "الحساب: الضغط من أجل خوض مزيد من المخاطر".

(٢٢) "مفترق الطرق الإستراتيجية،"٥.

الفصل الثانى:

(٢٣) مات أبوزو، "تقرير: البنوك عصفت بالقواعد التى كان من الممكن أن تنقذها" الإسوشيتدبرس، الأول من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٢٤) بى. آر. نيوزواير- فريست كول، الرابع من فبراير شباط، ٢٠٠٣ (المصدر: كانتريوايد)،
http://www.prnewswire.com/cgi-bin/stories.pl?ACCT=104&STORY=/www/story/-
٢٠٠٣/٠٠٠١٨٨٥٢٠٨/.٢-٠٤ EDATE=.

(٢٥) ديفيد أندروكونيس، رسالة بالبريد الإلكترونى، السابع من سبتمبر أيلول، ٢٠٠٤.

(٢٦) موركيج بانكرز إسوسيشن.

(٢٧) ميرديث ويتنى، تقرير أوبنهايمر لبحث الأسهم، ١١ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨، بلغ نمو الأسر ٢,٥ فى المئة.

(٢٨) مارتن وولف، "انتقام أسيا"، فاينانشيال تايمز، التاسع من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨، "بذور تدمير نفسها" فاينانشيال تايمز، التاسع من مارس آذار، ٢٠٠٩.

(٢٩) بن إس. برنانكى، محاضرة ساندريدج، جمعية فيرجينيا للاقتصاد، ريتشموند، العاشر من مارس، ٢٠٠٥.

(٣٠) كارمن إم. رينهارت وكينيث إس. روجوف، مسودة "هل الأزمة الأمريكية للقروض منخفضة الجودة المالية مختلفة للغاية؟ مقارنة تاريخية دولية" الخامس من فبراير شباط، ٢٠٠٨؛ نشرت فيما بعد فى **أمريكان أكونوميك ريفيو**، مايو أيار، ٢٠٠٩.

(٣١) عثر على فانى ماى فى ٩٣٢ مقالا فى بحث لجوجل عن "فقاعة الإسكان" فى أول أربعة شهور من عام ٢٠٠٥، و١٢٤٨ مقالا من هذا النوع فى الشهرين التاليين- فى تسارع شديد. انظر "مفترق الطرق الاستراتيجية"، ١٩.

(٣٢) تشارلز ماكاى، **الوهم الشعبى غير العادى وجنون الحشود** (نيويورك: فرار وشتراوس وجيرو، ١٩٣٢) ٨٩-٩٧.

(٣٣) "مفترق الطرق الإستراتيجية"، ٣٩. الأرقام عن بوسطن من ديفيد ليونهارت "هل أسمع نهوضًا فى الإسكان؟ ليس بعد" **نيويورك تايمز**، ٢٢ أبريل نيسان، ٢٠٠٩. وبالمثل، رصد ليونهارت أن معدل أسعار المنازل المتوسطة بالنسبة إلى الدخول فى لوس أنجليس ارتفع من ٣,٢ إلى ٨,٢ من منتصف تسعينيات القرن الماضى إلى منتصف العقد الأول من القرن الحالى وفى سان فرانسيسكو من أربعة إلى ثمانية. وعلى مدار إطار زمنى أقصر (من نهاية تسعينيات القرن الماضى إلى منتصف العقد الأول من القرن الحالى)، ارتفع المعدل فى لاس فيجاس بشدة من اثنين إلى أربعة فى نيويورك من أربعة إلى ثمانية وفى ميامى من ٢,٢ إلى ستة.

(٣٤) ستيف ديكستر، ديون الرهون العقارية تستطيع أن تجعلك ثريًا: ما تدين به اليوم هو ما سوف تستحقه غدًا (نيويورك: مكجرو – هيل، ٢٠٠٦).

(٣٥) جون أوروس، أرشيف على الإنترنت لكلمة "الوضع الحالي للأسواق المالية واستجابة السياسة للحكومة الاتحادية" ٢٩ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

الفصل الثالث:

(٣٦) جون سي. دوجان، كلمة أمام القمة الاقتصادية السنوية الثالثة عشرة، معهد جرينلينينج، لوس أنجليس، ٢٠ أبريل نيسان، ٢٠٠٦.

(٣٧) تم استقاء الخلفية عن موزيلو إلى حد كبير من كتاب بول مولو وماثيو باديلا "صعود أنجيلو" موركيج إستراتيجي، الرابع من أغسطس آب ٢٠٠٨.

(٣٨) الدعوى الموحدة المعدلة، باباس ضد كانتري وايد فاينانشيال كورب وآخرون، رقم ٠٥٢٩٥ CV ٢٠٠٧، الفقرة ٩٤.

(٣٩) تم نقلها في قضية باباس ضد كانتري وايد، الفقرة ٨٦.

(٤٠) باباس ضد كانتريوايد، الاقتباسات المفردة كالتالي: إحصاءات الرهون العقارية لكانتري وايد: الفقرة ١٠٧؛ "التمويل الكامل": الفقرة ١٠٦؛ لاس فيجاس وهاواي: الفقرتان ١٠٩ و٢٥١؛ قوة الترويج للمبيعات (اقتباس جريتشن مورجنسون، "داخل فورة إقراض كانتري وايد" نيويورك تايمز، ٢٦ أغسطس آب، ٢٠٠٧): الفقرة ٢٤٧؛ الغذاء والكساء: الفقرة ٢٤٩؛ "الفشل في الاستيعاب": الفقرة ١٠٩، حساب أقساط الرهون العقارية الشهرية على خيار الرهون العقارية المعدلة فوائدها (١٢٥ دولار إلى ٨٧٦ دولار) من "مفترق الطرق الإستراتيجي"، ٣٥.

(٤١) باباس ضد كانتري وايد، الفقرة ، ١٢٠.

(٤٢) باباس ضد كانتري وايد "النتيجة النهائية": الفقرة ١٢٨؛ "تراخي أيضًا": الفقرة ١٣١؛ "تراخٍ آخر": الفقرة ١٣٦.

(٤٣) باباس ضد كانتري وايد "القروض الكاذبة": الفقرة ١٦٢، دليل الشركة: الفقرة ١٦٨.

(٤٤) باباس ضد كانتري وايد، "ملء الملف بالمستندات": الفقرة ١٦٠؛ "متدرب في ضمان السندات": الفقرة ١٨٧.

(٤٥) باباس ضد كانتري وايد، الفقرة ١٩٩.

(٤٦) كانت التغطية الصحفية موسعة. وانظر بوجه خاص إلى دانيل جولدن، "أصدقاء كانتري وايد الكثر"، Portfolio.com، ١٢ يونيو حزيران ٢٠٠٨ ومقال جولدن "أصدقاء أنجلو الكثر"، Portfolio، أغسطس آب، ٢٠٠٨؛ "مالكو أنجلو" مقال افتتاحي في وول ستريت جورنال، ١٩ يونيو حزيران ٢٠٠٨؛ جيمس آر. هاجيرتي وجلين آر. سيمبسون، "كبير المديرين التنفيذيين لكانتري وايد ساعد كثيرين على الحصول على قروض" وول ستريت جورنال، ٢٧ يونيو حزيران ٢٠٠٨.

(٤٧) **باباس ضد كانتريوايد**، الفقرة ٤٥٣.

(٤٨) تم استقاء الصورة التي رسمت لكيلينجر من مايكل دومياك "انفراجة لواشنطن ماتشوال" **يو. إس. بانكر**، الأول من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٢.

(٤٩) بيتر إس. جودمان وجريتشن مورجنسون "قل نعم لأي شخص، واشنطن ماتشوال بنت إمبراطورية على قروض مزعزعة" **نيويورك تايمز**، ٢٨ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٥٠) جودمان ومورجنسون، "قل نعم" **نيويورك تايمز**، ٢٨ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٥١) "الموظفون تم توبيخهم": دعوى جماعية موحدة، في قضية الأوراق المالية لشركة واشنطن ماتشوال للعقارات، رقم MJP ١٩١٩ -md – ٢:٠٨، الفقرة ١٧٩. باقي الفقرة مستقاة من جودمان ومورجنسون، "قل نعم."

(٥٢) الدخل الصافي كان ١,٩ مليار دولار عام ٢٠٠٠ و٣,٤٣ مليار دولار عام ٢٠٠٥.

(٥٣) **في قضية واشنطن ماتشوال**، ٧٠ مليار دولار: الفقرة ٧٤؛ مارتينيز، الفقرتان ١١٤، ١١٥.

(٥٤) تم تغطية إجراءات التقييم لواشنطن ماتشوال بشكل موسع في **قضية واشنطن ماتشوال**. انظر بوجه خاص الفقرات من ٢٠٢ إلى ٢٠٥؛ والفقرات ٢١٤ ؛ ٢٢٨؛ والفقرات من ٢٣٤ إلى ٢٣٦؛ والفقرة ٢٤٤.

(٥٥) جون دوجان مقابلة مع المؤلف.

(٥٦) أبحاث ميرديث ويتني واوبنهايمر للأسهم الخاصة، ١١ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨، ص ٥، نقلا عن ويتني "تم تمويل ما يزيد على خمسة تريليونات دولار في صورة رهون عقارية من خلال توريق السوق من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠٠٧.. بالمقارنة زادت البنوك انكشاف رهونها العقارية المدرجة في الموازنة بأقل من تريليون دولار أثناء الفترة نفسها.

(٥٧) العبارة السعيدة "اليد التي لا تخطئ" اقتبست من كتاب روبرت باربرا .. **كلفة الرأسمالية: فهم تعطيل السوق واستقرار مستقبلنا الاقتصادي** (نيويورك: مكجرو – هيل، ٢٠٠٩)، ٨.

(٥٨) خلفية المعلومات عن ساندلرز وجولدن ويست من مايكل موس وجيرالدين فابريكانت "الحساب: الذين كانوا رواداً موثوقا بهم في مجال الرهون العقارية أصبحوا الآن منبوذين" نيويورك تايمز، ٢٥ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٥٩) موس وفابريكانت " الحساب: الذين كانوا رواداً موثوقا بهم".

(٦٠) لويس لونشتاين (والد المؤلف) محاضرة في جامعة كولومبيا، ربيع عام ١٩٨٩.

(٦١) أشار إلى ذلك مارك أدلسون وديفيد جاكوب في "مشكلة الرهون العقارية عالية المخاطر: الأسباب والدروس" تقرير استشارة أدلسون وجاكوب، الثامن من يناير كانون الثاني، ٢٠٠٨.

(٦٢) ٦٩ في المئة: انظر المؤلف "من يحتاج الخصم في فوائد الرهون العقارية؟" **نيويورك تايمز مجازين**، الخامس من مارس آذار، ٢٠٠٦؛ "ثلث كامل": بابرا، **كلفة الرأسمالية**، ٣٤؛ **وسط القروض عالية المخاطر**": توماس إيه. روسو "الأزمة الائتمانية: أين نقف" تقرير قدم في اجتماع مجموعة الثلاثين، ٢٠ نوفمبر تشرين الثاني ٢٠٠٧، ص ٥.

الفصل الرابع:

(٦٣) أجزاء من هذا الفصل تم تطويعها من مقالة المؤلف "فشل بدرجة ثلاثة إيه." **نيويورك تايمز مجازين**، ٢٧ أبريل نيسان ٢٠٠٨.

(٦٤) رسالة بريد إلكترونى من يو-تسونج إلى جوان روز وبات جوردان، ٢٥ مايو أيار، ٢٠٠٤ (كانت روز رئيسًا لتصنيف التمويل المهيكل). كتبت رسالة مكادانييل الإلكترونية فى ٢١ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٧ نشر كلاهما لجنة مجلس النواب للمراقبة والإصلاح الحكومى ٢٢ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨، جزءًا من جلسة استماع بشأن "وكالات التصنيف الائتمانى والأزمة المالية".

(٦٥) لا توجد بيانات جيدة عن أسعار الإسكان قبل نهاية ستينيات القرن الماضى. وعلى أساس المعلومات المتوافرة (التى قدمها بسخاء مارك زاندى) على أى حال، فأسعار الإسكان فيما يبدو انخفضت بأقل من واحد فى المئة عام ١٩٦٣ وبشكل أكبر عام ١٩٤١، وانخفضت الأسعار بشكل حاد جدًا أثناء سنوات الكساد ١٩٢٩-١٩٣٣.

(٦٦) تقتبس هذه المناقشة قوامها من مقالة المؤلف "لونج تيرم كابيتال: إنها ذاكرة قصيرة الأمد" نيويورك تايمز، السابع من سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨. "المنظمون الاتحاديون" جيرارد كاسيدى مقابلة مع المؤلف.

(٦٧) "المنظمون الاتحاديون" جيرارد كاسيدى، مقابلة مع المؤلف.

(٦٨) تم تقديم هذا الرقم فى يونيو حزيران ٢٠٠٧. جون بريت، مقابلة مع المؤلف.

(٦٩) مارك أدلسون وديفيد جاكوب "مشكلة الرهون العقارية عالية المخاطر: الأسباب والدروس" تقرير أدلسون وجاكوب الاستشارى، الثامن من يناير كانون الثانى، ٢٠٠٨.

(٧٠) فرانك بارتنوى "الإفراط فى الاعتماد على التصنيف الائتمانى من الأسباب الرئيسية للأزمة" عرض أمام المؤتمر المصرفى الدولى السنوى الحادى عشر، سبتمبر أيلول عام ٢٠٠٨ برعاية الاحتياط الاتحادى لشيكاغو والبنك المركزى الأوروبى.

(٧١) مارك زاندى "فى منطقة الائتمان الحلوة" **ريجينال فايناشيال ريفيو**، مايو أيار ، ٢٠٠٦.

الفصل الخامس:

(٧٢) جارى جورتون "ذعر عام ٢٠٠٧" كلمة أمام بنك الاحتياط الاتحادى لكانساس، مؤتمر جاكسون هول، أغسطس آب، ٢٠٠٨.

(٧٣) إريك داش وجولى كريسول "الحساب: سيتى جروب لا ترى رايات حمراء حتى وهى تقوم بمراهنات أكثر جرأة" **نيويورك تايمز**، ٢٣ نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٨.

(٧٤) انظر رون تشيرناو "أباطرة المال المفقودون" مقال رأى فى **نيويورك تايمز**، ٢٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٧٥) بحسب المعلومات التى كشفتها الشركة فإن التعاملات الأساسية والاتجار مسؤولة عن نصف العائدات فى نهاية تسعينيات القرن الماضى وعام ٢٠٠٠ وما يزيد على ٥٠ فى المئة (وأحيانًا ٦٠ فى المئة) فى كل عام منذ عام ٢٠٠٧ وكانت حصة الاستثمار المصرفى أقل بكثير. بالنسبة إلى نيويورك تايمز "جولى كريسول وبن وايت "وول ستريت المثوى الأخير: نهاية حقبة حتى فى جولدمان" ٢٨ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨) انخفض هذا السهم عام ٢٠٠٧ إلى ١٦ فى المئة.

(٧٦) "مفترق الطرق الاستراتيجية" ٢٥ الأرقام تشير إلى عام ٢٠٠٤.

(٧٧) ٣٧ طبقة: فيكاس باجاج، "سر الخطة الرئيسى: ماذا يساوى كل هذا؟" **نيويورك تايمز**، ٢٥ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨؛ بقية الفقرة من "مفترق الطرق الاستراتيجية" ٢٥-٢٦.

(٧٨) استقى تاريخ إيه. أى. جى والبيانات عن هانك جرينبيرج إلى حد كبير من جيمس باندلر مع رودى بويد ودوريس بوريكه "العمل المحفوف المخاطر لإيه. أى. جى"، **فورشن**، ١٣ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨ بالإضافة إلى مقال سابق فى **فورشن** لديفين ليونارد "جرينبيرج والأبناء" ٢١ فبراير شباط ٢٠٠٥، وكتاب رون شيل: **العملاق المنهار: القصة الرائعة لهانك جرينبيرج وقصة إيه. أى. جى** (هوبوكين، إن. جيه: ويلى، ٢٠٠٦).

(٧٩) انظر على سبيل المثال، مناقشات الإدارة وتحليل إيه. أى. جى للاستثمارة ١٠-كيه لعام ٢٠٠٤ يتمثل لب مشكلة فى هذا القسم من مناقشة وتحليل الإدارة الذى حفزه المدعى العام لنيويورك وتحقيقات لجنة البورصة والأوراق المالية، فى أن إيه. أى. جى أجرت تحقيقًا داخليًا تمخض عن كشوف حساب منقحة قلصت الدخل الصافى لعام ٢٠٠٣ بنحو ١,٣٢ مليار دولار وعام ٢٠٠٤ بنحو ١,٢٧ مليار دولار. وانظر بشكل خاص "التعديلات مرتفعة المستوى والمدخلات الموجهة الأخرى".

(٨٠) جريتشن مورجنسون "خلف أزمة شركة التأمين، عين كفيفة عن شبكة المخاطر" **نيويورك تايمز**، ٢٨ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٨١) كاريك مولنكامب، سيرينا نج.، ليام بليفين، راندال سميث، "خلف سقوط إيه. أى. جى، نماذج المخاطر فشلت فى اجتياز اختبار العالم الواقعى"، **وول ستريت جورنال**، ٣١ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٨٢) مورجنسون، "خلف أزمة شركة التأمين"؛ روبرت أوهارو الابن وبرادى دينيس، "خفض التصنيفات والسقوط" الجزء الثالث من سلسلة من ثلاثة أجزاء، **واشنطن بوست**، ٣١ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٨٣) يقول مورجنسون، "خلف أزمة شركة التأمين" أن تعويض المنتجات المالية مثل ٣٣ فى المئة من العائدات أو أكثر. ويقول عدد من التقارير المنشور ومصادر من الشركات أن كاسانو كسب أكثر من ٢٠٠ مليون دولار على مدار ثمانية أعوام. ولم تكشف الشركة قط عن هذه التعويضات. "بروكلين كوليدج" و"درجة": دينيس وأوهارو "صدع فى النظام" الجزء الثانى من السلسلة، **واشنطن بوست**، ٣٠ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٨٤) أوهارو ودينيس "آلة جميلة" الجزء الأول من السلسلة، **واشنطن بوست**، ٢٩ سبتمبر أيلول ٢٠٠٨.

(٨٥) أوهارو ودينيس "خفض التصنيفات والسقوط" وباندلر "العمل المخفوف بالمخاطر لإيه. أي. جي".

(٨٦) "٨٠ مليار دولار" مولنكامب، وإن. جي، وبليفين، وسميث "خلف سقوط إيه. أي. جي" وقالت مصادر من الشركة أن الانكشاف الدقيق بلغ ٧٨ مليار دولار. "٢٠ ألف ورقة مالية مفردة": روبرت بي. وليمستاد، مقابلة مع المؤلف؛ "٤٢٠ من أكثر التزامات الدين المكفولة بضمان خطورة" باندلر، "العمل المحفوف بالمخاطر لإيه. أي. جي".

(٨٧) رودريجيث وأتربيري/ تقرير الدخل نصف السنوى لصندوق إف. بي. إيه. نيو إنكم للفترة التى تنتهى فى ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٦.

(٨٨) "٢٢٥ مليار دولار": مارك أدلسون وديفيد جاكوب "مشكلة الرهون العقارية عالية المخاطر: الأسباب والدروس"، الثامن من فبراير شباط ، ٢٠٠٨، ٦. ينطبق الرقم على التزامات الدين المكفولة بضمان والمدعومة بضمان تمويل مهيكل مثل الأوراق المالية للرهون العقارية. وتقول شركة ديلوجيك أن هناك ٣٨٨ مليار دولار فى صورة التزامات دين مكفولة بضمان على مستوى العالم (من بينها تلك المدعومة بديون الأسواق الناشئة وشركات)، عام ٢٠٠٦ (انظر سيرينا نج وكاريك مولنكامب، "أصيبت ميريل بضربة ائتمانية بنحو ٨,٤ مليار دولار – وانغمست فى التزامات الدين المكفولة بضمان فى عام ٢٠٠٣، ووظفت رائداً فى مجال الرهون العقارية"، **وول ستريت جورنال**، ٢٥ أكتوبر تشرين الأول ٢٠٠٧. "٢٠ فى المئة": روسو، "أزمة الائتمان" ٤؛ أيضاً روبرت باربرا، **كلفة الرأسمالية: فهم فوضى السوق واستقرار مستقبلنا الاقتصادى** (نيويورك: مكجرو – هيل، ٢٠٠٩)، ٣٥.

(٨٩) فرانك بارتنوى، مقابلة مع المؤلف.

(٩٠) مايكل لويس، "النهاية" **بورتفليو**، ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٩١) توماس بريوار، مقابلة مع المؤلف.

(٩٢) اقتبست فى أنطونى فايولا، إيلين ناكاشيما وجيل درو، "الانهيار: ما الخطأ"، **واشنطن بوست**، ١٥ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٩٣) استندت هذه القصة على مقابلة للمؤلف مع مايكل جرينبيرج وتم دعمها بقصة ممتازة نشرت لفايولا وناكاشيما ودرو، "الانهيار".

(٩٤) روجر لونشتاين، **أصول الانهيار** (نيويورك: بنجوين، ٢٠٠٤) ٩٦.

(٩٥) بيتر إس. جودمان "الحساب: إلقاء نظرة واقعية جديدة على تركة جرينبيس" **نيويورك تايمز**، الثامن من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٩٦) اقتباس من جودمان "الحساب: القاء نظرة واقعية جديدة على تركة جرينبيس".

(٩٧) روجر لونشتاين، **عندما فشل العباقرة: صعود وانهيار لونج-تيرم كابيتال مانجمنت** (نيويورك: راندوم هاوس، ٢٠٠٠) ٢٣١.

(٩٨) لونشتاين، **أصول الانهيار**، ١٤٠-١٤١.

(٩٩) فرانك بارتنوى، مقابلة مع المؤلف.

(١٠٠) إريك دينالو، مقابلة مع المؤلف.

(١٠١) انظر ديفيد إيه. موس، "أوقية من الحماية: التنظيم المالى، الخطر الأخلاقى ونهاية "أكبر من أن تفشل"، **هارفارد مجازين**، سبتمبر أيلول - أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٩.

(١٠٢) انظر لونشتاين، **عندما فشل العباقرة**، ٧٥-٧٦.

الفصل السادس:

(١٠٣) كيس - شيلر لمؤشرات أسعار المنازل [ستتم الإشارة إليها فيما بعد باسم كيس شيلر].

(١٠٤) إريك داش وجولى كريسول، "الحساب: سيتى جروب لم تر رايات حمراء حتى عندما قامت بمراهنات أكثر جرأة"، **نيويورك تايمز مجازين**، ٢٣ نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٨.

(١٠٥) انظر مقال المؤلف "المنهج الرجراج" **نيويورك تايمز مجازين**، ٢٧ أغسطس آب ٢٠٠٠.

(١٠٦) كارول لوميس، الحياة التى أكبر من الحياة لروبرت روبن، **فورشن**، الثامن من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٣.

(١٠٧) كين براون وديفيد إنريتش، "روبن معرض للهجوم ويدافع عن دوره فى سيتى" **وول ستريت جورنال**، ٢٩ نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٩.

(١٠٨) داش وكريسول "الحساب: سيتى جروب" مقابلات مع المؤلف.

(١٠٩) جيف جيرث وروبرت أوهارو الابن، "مع ظهور الأزمة فى الأفق، ضغط جايتنر لكن بشكل غير كاف"، نشر مشاركة مع **بروبابليكا**

(http://www.propublica.org/feature/geithner-nyfed-tenure) الثانى من أبريل نيسان، ٢٠٠٩، وواشنطن بوست، الثالث من أبريل نيسان ،٢٠٠٩ وانظر أيضا مقالة جيرث "كيف تفككت سيتى جروب تحت مراقبة جايتنر"، نشرت بالمشاركة مع بروبابليكا(/http://www.propublica.org article/how-citigroup-unraveled-under-geithners-watch) وموقع بوليتكو بعنوان "الإشراف المحفوف بالمخاطر لجايتنر على سيتى جروب"، (/http://www.politico.com/news stories/ ١٠٩/١٧٤٣٧ .html)، ١٤ يناير كانون الثانى، ٢٠٠٩.

(١١٠) ستيفانى بومبوى، نشرة **ماكروماڤينز**، الثالث من نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٦، ٤.

(١١١) كيس - شيلر.

(١١٢) بحث ميرديث ويتنى وأوبنهايمر للأسهم فى ١١ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨، انظر ص ٥: "السيولة فى سوق الرهون العقارية بدأت تجف فى عام ٢٠٠٦".

(١١٣) "هبوط مثير للقلق" مايكل موس وجيرالدين فابريكانت "الحساب: رواد الرهون العقارية الذين كانوا موثوقًا بهم ذات يوم الآن منبوذون"، **نيويورك تايمز**، ٢٥ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٥. "الدليل غير الإلزامى": جون دوجان، مقابلة مع المؤلف.

(١١٤) تاريخ واتشوفيا واندماجها مع جولدن ويست مستقى من مقابلة للمؤلف مع ديفيد كارول. وبحلول عام ٢٠٠١ لم يعد للبنوك المندمجة أسماؤها التاريخية؛ وبحلول ذاك الوقت كانت تعرف باسم واتشوافيا كورب وفيرست يونيون كورب.

(١١٥) المعلومات عن شباب أونيل مستقاة من جون كاسيدى "اشتباه عالي المخاطر" **نيويوركر**، ٣١ مارس أذار، ٢٠٠٨.

(١١٦) بيته كيلى، مقابلة مع المؤلف.

(١١٧) المعلومات عن ريكاردى مستقاة من مقال سيرينا نج وكاريك مولنكامب الممتاز "ميريل تتلقى ضربة ائتمانية بقيمة ٨,٤ مليار دولار- وتنغمس في التزامات الدين المكفولة بضمان عام ٢٠٠٣، وتوظف رانداً في ديون الأوراق المالية"، **وول ستريت جورنال**، الخامس من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٧.

(١١٨) نج. ومولنكامب، "ميريل تتلقى ضربة ائتمانية بقيمة ٨,٤ مليار دولار".

(١١٩) نفس المرجع.

(١٢٠) الأرقام عن تعويضات جولدمان وميريل مستقاة من لويز ستورى، "أرباح وول ستريت كانت وهماً لكن الحوافز الضخمة كانت حقيقة" **نيويورك تايمز**، ١٨ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(١٢١) تقارير الجمعية العمومية للشركة.

(١٢٢) تقارير الجمعية العمومية للشركة، مع نهاية عام ٢٠٠٦.

(١٢٣) **ماكرومافنز**، السابع من أبريل نيسان، ٢٠٠٦.٤-٥.

(١٢٤) **ماكرومافنز**، الثالث من نوفمبر تشرين الثاني، ٢٠٠٦،٦.

(١٢٥) تقرير حملة الأسهم عن خفض الأسهم ليو. بى. إس، ١٨ أبريل نيسان، ٢٠٠٨؛ انظر خاصة ص ٤٠ وأيضاً صفحات ٢٣، ٣٢، ٣٤، ٤١.

(١٢٦) **ماكرومافنز**، السابع من أبريل نيسان، ٢٠٠٦، ٤، ومارك زاندى وجوان مانويل ليكارى، "الصدع في سوق الرهون العقارية"، moodyseconomy.com، ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٦.

(١٢٧) لجنة البورصة والأوراق المالية ضد **موزيلو**؛ الاقتباسات التى جاءت بعد ذلك من الصفحات ٢٠، ٢٦، ٢٧، ٢٩، و٣٨.

(١٢٨) ٧,٧٥ في المئة: اتحاد مصرفي الرهون العقارية؛ ثلاثة في المئة: **ماكرومافنز**، الثالث من نوفمبر تشرين الثاني، ٢٠٠٦، ٣. وبحسب زاندى وليكارى، "الصدع في سوق الرهون العقارية"، وصل معدل العجز عن السداد في الرهون العقارية عالية المخاطر الصادرة عام ٢٠٠٦ أربعة في المئة في خلال خمسة شهور من إصدارها.

(١٢٩) رسالة بريد إلكتروني من كريس ماير، ١٥ ديسمبر كانون الأول ٢٠٠٦، نشرتها لجنة مجلس النواب للإشراف والإصلاح الحكومي، ٢٢ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(١٣٠) **ماكرومافنز**، الثالث من نوفمبر تشرين الثاني، ٢٠٠٦، ٦.

(١٣١) ديفين ليونارد، "كيف ضبط ليمان عقاراته" **نيويورك تايمز**، الثالث من مايو أيار، ٢٠٠٨.

(١٣٢) كانت ساكسون كابيتال.

(١٣٣) مقتطفات من كامبريدج سينيور مانجمنت جروب أوفسايت، ملحق برسالة بريد إلكترونى كتبه جارى فريند، السابع من يوليو تموز، ٢٠٠٦، ورسالة بريد إلكترونى من إنريكو دالافيتشيا إلى دانييل مود، ٢٩ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٦، جمعها ونشرته لجنة مجلس النواب للمراقبة والإصلاح الحكومى، التاسع من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(١٣٤) لونشتاين، **عندما فشل العباقرة: صعود وانهيار لونج - تيرم كابيتال مانجمنت** (نيويورك: راندوم هاوس، ٢٠٠٠)، ١٣٩.

(١٣٥) ديفيد فانيير، مقابلة مع المؤلف. إصدار السندات الخردة للشركة: ماكرومافنز، ١٥ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٦، ٦.

(١٣٦) موس وفابريكانت "الحساب: الرواد الذين كانوا موثوقا بهم ذات يوم".

(١٣٧) ماكرومافنز، الأول من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٦، ٢، ٥-٦.

الفصل السابع:

(١٣٨) **التقرير السنوى** لجيه. بى مورجان تشيس لعام ٢٠٠٦، ١٠-١١.

(١٣٩) **التقرير السنوى** لسيتى جروب لعام ٢٠٠٦، ٤-٦.

(١٤٠) الشهادة متاحة على موقع الاحتياط الاتحادى على الإنترنت. فى ١٤ فبراير شباط، شهد برنانكى أمام لجنة مجلس الشيوخ للمصارف والإسكان والشؤون الحضرية أن "تمويل الأسر متين بصفة عامة فيما يبدو ومعدلات التأخر عن السداد فى معظم أنواع قروض المستهلك والرهون العقارية للمساكن مازال منخفضاً". وأشار إلى أن بعض فئات قروض الرهون العقارية عالية المخاطر تمثل "استثناء". واقتبست شهادة فى ٢٨ مارس آذار، فى استهلال الفصل.

(١٤١) هانك بولسون، مقابلة مع المؤلف.

(١٤٢) المعلومات عن برنانكى مستقاة إلى حد كبير من مقال روجر لونشتاين "تعليم بن برنانكي" **نيويورك تايمز مجازين**، ٢٠ يناير كانون الأول، ٢٠٠٨، وأيضًا من مقال جون كاسيدى "تشريح انهيار"، **نيويوركر**، الأول من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(١٤٣) تعليقات من الحاكم بن إس. برنانكي، مؤتمر لتكريم ميلتون فريدمان، جامعة شيكاغو، شيكاغو، إيلينوى، الثامن من نوفمبر تشرين الثانى ٢٠٠٢.

(١٤٤) انظر لونشتاين، "تعليم برنانكى".

(١٤٥) بن إس. برنانكى "الانكماش: التأكد من ألا يحدث هنا"، تعليقات أمام نادى الاقتصاديين القومى، واشنطن، ٢١ نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٢.

(١٤٦) بن إس. برنانكي: "فقاعات أسعار الأصول والسياسة النقدية" تعليقات أمام مجمع نيويورك للاتحاد القومي لاقتصاديات الأعمال، نيويورك، ١٥ أكتوبر تشرين الأول ٢٠٠٢. في الفقرة الثانية سأل برنانكي: "هل يستطيع الاحتياط الاتحادي (أو أي بنك مركزي) يحدد بشكل يعتمد عليه "الفقاعات" في أسعار بعض فئات الأصول، مثل الأسهم والعقارات؟" للمزيد بشأن برنانكي والفقاعات، انظر "السياسة النقدية وتقلبات أسعار الأصول"، **إيكونوميك ريفيو**، الاحتياط الاتحادي لمدينة كانساس، العدد) Q IV (١٩٩٩) : ١٧-٥٩، ولونشتاين أيضًا "تعليم برنانكي" وكاسيدي، "تشريح انهيار".

(١٤٧) **الدعوى الموحدة المعدلة، باباس ضد كانترى وايد فاينانشيال كورب وآخرين، رقم**

(C.D. Cal.١١) WL٢١٩٥٩٢١ ،٢٠٠٨، ٥٢٩٥. CV ٢٠٠٧، الفقرة ٢٠٨.

(١٤٨) "دستين": جريجوري تسوكرمان، "كيف أضر وول ستريت بالمقرض-.. ملك الرهون العقارية عالية المخاطر.. نيو سينشيري تتوارى لكنها لم تخرج تمامًا؛ ثم أغلق البنوك صنبور النقد". **وول ستريت جورنال**، ٢٩ مارس أذار، ٢٠٠٧؛ "عدد مشابه": رودريجيث وأتبيري، التقرير نصف السنوي لإف. بي. إيه. نيو إنكم، عن الفترة التي تنتهي في ٣١ مارس أذار، ٢٠٠٧. تقدمت نيو سينشيري بطلب إعلان الإفلاس في الثاني من أبريل نيسان.

(١٤٩) "محلل البيت الأبيض" جو بيكر، شيريل جاي ستولبيرج وستيفن لاباتون، "الحساب: فلسفة البيت الأبيض أذكت شعلة الرهون العقارية"، **نيويورك تايمز**، ديسمبر كانون الأول ٢٠٠٨؛ معدل التأخر في السداد: اتحاد مصرفي الرهون العقارية. الرقم للربع الأول من عام ٢٠٠٧. مؤشر الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية: ماركت جروب.

(١٥٠) رودريجيث وأتبيري، التقرير نصف السنوي لإف. بي. إيه. نيو إنكم للفترة التي تنتهي في ٣١ مارس أذار ٢٠٠٧.

(١٥١) المرجع السابق.

(١٥٢) روجر لونشتاين، "الفشل برتبة ثلاثة إيه." مجلة نيويورك تايمز، ٢٧ أبريل نيسان ٢٠٠٨.

(١٥٣) المرجع السابق.

(١٥٤) ريكاردي: سيرينا نج. وكاريك مولنكامب، "ميريل تتلقى ضربة ائتمانية قيمتها ٨.٤ مليار دولار- وانغمست في التزامات الدين المكفولة بضمان عام ٢٠٠٣ وتوظف رائدًا في الأوراق المالية للديون"، **وول ستريت جورنال**، ٢٥ أكتوبر تشرين الأول ٢٠٠٧.

(١٥٥) "١.٨ تريليون دولار": كيت كيلي، سيرينا نج، وديفيد ريلي، "صندوقان كبيران في بير ستيرنز يواجهان الإغلاق - مع تضعضع خطة الإنقاذ في غمرة مأسي الرهون العقارية عالية المخاطر، وميريل تؤكد حقوقها" **وول ستريت جورنال**، ٢٠ يونيو حزيران، ٢٠٠٧.

(١٥٦) جون أوروس، تسجيل للكلمة "الحالة الراهنة للأسواق المالية واستجابة سياسة الحكومة الاتحادية"، مدرسة ويسكنسون الاقتصادية، ٢٩ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(١٥٧) نشرة صحفية لميريل لينش بشأن مغادرة دو كيم، ١٦ مايو أيار، ٢٠٠٧.

(١٥٨) ديفين ليونارد، "كيف ضبطت ليمان عقاراتها" **نيويورك تايمز**، الثالث من مايو أيار، ٢٠٠٨.

(١٥٩) تيرى برستين، صفقات العقارات المحفوفة بالمخاطر ساعدت على قرب أجل ليمان" نيويورك تايمز، ١٦ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(١٦٠) التأخر عن السداد: اتحاد مصرفى الرهون العقارية. سندات الرهون العقارية: ماركت جروب.

(١٦١) رويرت إل. رودريجيث، نص كلمة أمام المحللين الماليين المعتمدين فى شيكاغو فى ٢٨ يونيو حزيران، ٢٠٠٧.

(١٦٢) برنانكى: كلمة أمام بنك الاحتياط الاتحادى لشيكاغو فى المؤتمر الثالث والأربعين السنوى بشأن هيكلة البنوك والمنافسة بينها، ١٧ مايو أيار ٢٠٠٧؛ بولسون: رويترز، ٢٠ أبريل نيسان، ٢٠٠٧.

(١٦٣) مارك أدلسون وديفيد جاكوب، "مشكلة الرهون العقارية: الأسباب والدروس"، الثامن من يناير كانون الثانى، ٦ أرقامهم للتمويل المهيكل لالتزامات الدين المكفولة بضمان فقط. ووصل إجمالى إنتاج العالم من التزامات الدين المكفولة بضمان (من كل الأنواع) ٢٨٠ مليار دولار تقريبًا (نج ومولنكامب، "ميريل تتلقى ضربة ائتمانية بقيمة ٨,٤ مليار دولار"). ومع أن كلا الرقمين من عام ٢٠٠٧، توقف إنتاج التزامات الدين المكفولة بضمان فعليا بعد يوليو تموز.

(١٦٤) ماركت جروب.

(١٦٥) أنريكو دالافتشيا، رسالة بالبريد الإلكترونى لدانيال مود، ١٦ يوليو تموز، ٢٠٠٧، نشرتها لجنة مجلس النواب للمراقبة والإصلاح الحكومى جزءا من جلسة استماع فى التاسع من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(١٦٦) باباس ضد كانتريوايد، الفقرتان ١٠ و٢٥٣.

(١٦٧) لونشتاين، "تعليم برنانكى".

(١٦٨) القصة عن الأزمة فى أغسطس آب، ٢٠٠٧، استقت إلى حد كبير من كاسيدى "تشريح انهيار"، ولونشتاين "تعليم برنانكى".

(١٦٩) المعلومات الخلفية عن جايتنر مستقاة فى جانب منها من جارى فايس، "الرجل الذى أنقذ (أو استغفله) وول ستريت" **بورتفوليو**، يونيو حزيران، ٢٠٠٨.

(١٧٠) كاسيدى، "تشريح انهيار".

الفصل الثامن:

(١٧١) ديفين ليونارد، "كيف ضبطت ليمان عقاراتها" **نيويورك تايمز**، الثالث من مايو أيار، ٢٠٠٨.

(١٧٢) إيفان توماس ومايكل هيرش، "دعوى بولسون"، **نيوزويك**، ٢٥ مايو أيار، ٢٠٠٩.

(١٧٣) المسؤول كان رويرت ستيل.

(١٧٤) كاريك مولنكامب، أيان مكدونالد وديبورا سولومون، "البنوك الكبيرة تضغط من أجل خطة قيمتها ١٠٠ مليار دولار لتفادى أزمة – صندوق يسعى لتفادى بيع ديون الرهون العقارية"، **وول ستريت جورنال**، ١٣ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٧.

(١٧٥) جيه. بي. مورجان تشيس، **التقرير السنوى**، ٢٠٠٧، ١٠.

(١٧٦) إريك داش وجولى كريسول، "الحساب: سيتى جروب تدفع ثمن اللهاث وراء المخاطر"، **نيويورك تايمز**، ٢٣ نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٨.

(١٧٧) "**مايو يتجادل مع أمير سيتى وول ستريت جورنال**، ١٦ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٧.

(١٧٨) صدرت الكلمة فى ١٥ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٧.

(١٧٩) ناقش رودريجيث كشف سيتى جروب فى التقرير نصف السنوى لإف. بى. إيه. نيو إنكم فى الفترة التى تنتهى فى ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٧ (بتاريخ الخامس من نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٧)؛ تقلص الأوراق المالية للرهون العقارية: ماركت جروب.

(١٨٠) رودريجيث، التقرير نصف السنوى لصندوق إف. بى. إيه. نيو إنكم للفترة التى تنتهى ٣٠ سبتمبر أيلول ، ٢٠٠٧.

(١٨١) ميرديث ويتنى، "مركز أبحاث الأسهم سى. أى. بى. سى.: سيتى جروب"، ٣١ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٧.

(١٨٢) جيمس آر. هاجيرتى، "فانى ماى تسارع إلى جمع سبعة مليارات دولار"، **وول ستريت جورنال**، الخامس من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٧.

(١٨٣) جوزيف دبليو. سانت دينس، خطاب إلى النائب هنرى إيه. واكسمان، الرابع من أكتوبر تشرين الأول ٢٠٠٨، نشر بالتعاون مع جلسات استماع فى لجنة مجلس النواب للرقابة والإصلاح الحكومى بشأن إيه. أى. جى.، السابع من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(١٨٤) تم سرد الحكاية فى خطاب سانت دينيس إلى واكسمان، الرابع من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(١٨٥) جلسة السابع من أكتوبر بشأن إيه. أى. جى، ص ٧؛ انظر أيضًا ليام بليفين وأمير إفراتى، الوثائق تبين أن إيه. أى. جى كانت تعلم بالمشكلات بدرجات مختلفة" **وول ستريت جورنال**، ١١ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(١٨٦) بليفين وإفرات "الوثائق توضح أن إيه. أى. جى كانت تعرف" كاريك مولنكامب، سيرينا نج، ليام بليفين وراندال سميث، "ما وراء سقوط إيه. أى. جى، نماذج المخاطر فشلت فى اجتياز اختبار العالم الواقعي"، **وول ستريت جورنال**، ٣١ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(١٨٧) التأخر عن السداد: اتحاد مصرفيى الرهون العقارية: أسعار المنازل: كيس-شيلر.

(١٨٨) نشر الاحتياط الاتحادى، "فهم التغيرات فى الأونة الحديثة على شرط الاحتياط الاتحادى للسيولة"، مايو أيار ٢، ٢٠٠٨.

(١٨٩) **التقرير السنوى**، ٢٠٠٧، جيه. بى. مورجان تشيس، ١٢.

(١٩٠) المرجع السابق، ١٠، ١٥، ١٦.

(١٩١) **قضية باباس ضد كانتريوايد**، الفقرة. ٢٥٣.

(١٩٢) روبرت إل. رودريجيث، "أزمة الائتمان" تعليق إف. بى. إيه، ٢٢ يناير كانون الثانى، ٢٠٠٨.

(١٩٣) توماس إيه. روسو، "أزمة الائتمان: أين نقف"، تم تقديمها فى المنتدى الاقتصادى الدولى، يناير كانون الثانى ٢٠٠٨، الصفحات، ٥، ٦، ١٥.

(١٩٤) ملفات ليمان برازرز وبلين فرانتز، مقابلة مع المؤلف. الأرقام لشهر فبراير شباط، ٢٠٠٨ (نهاية الربع الأول لليمان). انخفضت العقارات التجارية التى قيمتها ٤٩ مليار دولار عن قيمتها التى كانت تبلغ ٥٢ مليار دولار فى نهاية عام ٢٠٠٧. ليونارد، كيف ضبطت ليمان برازرز عقاراتها" أشار إلى رقم أصغر. استخدم فيما يبدو تعريف أكثر سعة للأصول التجارية.

(١٩٥) يالمان أوناران وجون هيليار، "استجدى فولد عرضًا لبافيت يستطيع كبير المديرين التنفيذيين رفضه عندما أخفقت ليمان"، بلومبيرج، العاشر من نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٨.

(١٩٦) روسو، "أزمة الائتمان" ١٥-١٦.

(١٩٧) سوزان كريج، "القناص الصالح لليمان"، **وول ستريت جورنال**، ١٧ مايو أيار، ٢٠٠٨.

(١٩٨) ستيف بلاك، مقابلة مع المؤلف.

(١٩٩) كين الويتا، **الجشع والمجد فى وول ستريت: انهيار منزل ليمان** (نيويورك: راندوم هاوس، ١٩٨٦)، ٢٠٩. بحسب ما قال الويتا، "اعتقد فولد أن لا سعر يبرر بيع شىء يعتبره أسرة".

(٢٠٠) سوزان كريج، جيفرى مكراكين، آرون لوتشيتي، وكيت كيلى، "عطلة نهاية الأسبوع التى قضى فيها وول ستريت"، **وول ستريت جورنال**، ٢٩ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

الفصل التاسع:

(٢٠١) ٧٥ فى المئة: ماركت جروب.

(٢٠٢) جلسات استماع لجنة مجلس النواب للرقابة والإصلاح الحكومى، السابع من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨، ص ٥.

(٢٠٣) المرجع السابق، الصفحات، ٤، ٥؛ محضر اجتماع إيه. أى. جى للتعويض وإدارة الموارد، ١١ مارس أذار ٢٠٠٨.

(٢٠٤) تشارلز دوهيج، "أثيرت شكوك بشأن الداعمين الكبار للرهون العقارية"، نيويورك تايمز، السادس من مايو أيار، ٢٠٠٨.

(٢٠٥) المرجع السابق. كان نظام فانى لتصنيف القروض عالية المخاطر يميل لأن يقلل الإجمالى. ومن ثم فإن الرقم قد يكون أكبر بكثير.

(٢٠٦) مع توأمى الرهون العقارية، فهذه الحسابات كانت معقدة بشكل لا يمكن تفاديه. بالنسبة إلى فانى، على سبيل المثال، تضمنت الأصول الدفتر الإجمالى للأعمال (أى الأوراق المالية المضمونة وأيضًا المملوكة صراحةً)، وأدت إلى انكشاف إجمالى بلغ ٢٩٦٩,٨ مليار دولار، فى ٣١ مارس آذار - أو ثلاثة تريليونات تقريبًا. والأسهم العادية التى تتضمن (مع اتباع النهج المحافظ) الأسهم التى تم جمعها بعد فترة قصيرة من نهاية الربع، بلغت قيمتها ٢٧ مليار دولار. وأدى تقسيم الانكشاف على الأسهم إلى رافعة مالية بلغت. ١١٠.

(٢٠٧) مقابلات مع روبرت ستيل وآخرين، وجو بيكر، وشيريل جاى ستولبيرج وستيفن لاباتون، "الحساب: فلسفة البيت الأبيض أذكت شعلة الرهون العقارية" نيويورك تايمز، ٢٠ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٢٠٨) بن إس. برنانكي، كلمة أمام الجماعة المستقلة لمصرفي أمريكا، أورلاندو، ولاية فلوريدا، الرابع من مارس أذار ٢٠٠٨؛ تيم جايتنر، كلمة أمام مؤتمر مجلس العلاقات الخارجية للشركات، مدينة نيويورك، السادس من مارس أذار، ٢٠٠٨.

(٢٠٩) "١٢٠ مليار دولار": خسائر أسعار الأسهم من ٢٩ فبراير شباط ٢٠٠٨، إلى العاشر من مارس أذار.

(٢١٠) كيت كيلى، "تعامل كبير المديرين التنفيذيين لبير أثار قضايا"، **وول ستريت جورنال**، الأول من نوفمبر تشرين الثاني، ٢٠٠٧.

(٢١١) هذه القصة مستمدة من دراسة براين بورو الممتازة "إسقاط بير ستيرنز" **فانتى فير**، الأول من أغسطس آب، ٢٠٠٨.

(٢١٢) "رودجين كوهين": بوب ستيل، مقابلة مع المؤلف؛ "مليار دولار": جون أورووس، تسجيل كلمة "الحال الراهنة للأسواق واستجابة سياسة الحكومة الاتحادية"، مدرسة ويسكنسون للأعمال، ٢٩ سبتمبر أيلول ٢٠٠٨.

(٢١٣) بورو، "إسقاط بير ستيرنز".

(٢١٤) وجهة نظر جايتنر: بوب ستيل، مقابلة مع المؤلف. جايتنر وروبن: جيف جيرث وروبرت أوهارو الابن، "مع ظهور الأزمة فى الأفق، ضغط جايتنر لكنه لم يضغط بما يكفى"، تم نشرها مشاركةً بين **بروبابليكا**، الثانى من أبريل نيسان **وواشنطن بوست**، الثالث من أبريل نيسان، ٢٠٠٩.

(٢١٥) أورووس، "الحالة الراهنة لأسواق المال".

(٢١٦) ستيف بلاك، مقابلة مع المؤلف.

(٢١٧) دوجلاس براونشتاين، مقابلة مع المؤلف.

(٢١٨) بيكر، ستولبيرج، ولاباتون، "الحساب: فلسفة البيت الأبيض أذكت شعلة الرهون العقارية".

(٢١٩) روبرت إل. رودريجيث، "طريق اللاعودة" تعليق إف. بى. إيه، ٢٠ مارس أذار، ٢٠٠٨.

(٢٢٠) كاسيدى، "تشريح انهيار" أشار إلى انتقادات من **وول ستريت جورنال** ومن بول فولكر، وقال إن برنانكى أصر على أن إنقاذ بير لا يمثل، بنص كلام كاسيدى، "قالبًا معياريا" جديداً.

(٢٢١) العبارة اقتبست حرفيًا تقريبًا من نشرة **ماكرومافنز**، ١٤ مارس أذار، ٢٠٠٨، ٣.

(٢٢٢) روبرت بابرا، **كلفة الرأسمالية: فهم تشويه السوق واستقرار مستقبلنا الاقتصادى** (نيويورك: مكجرو- هيل، ٢٠٠٩)، ١٥٣- ١٥٤.

(٢٢٣) لارى سامرز، وزير الخزانة السابق، والمستثمر رودريجيث وصفا المشكلة فى مصطلحات مشابهة بشكل مذهل. وقال سامرز **لنيويورك تايمز** فى منتصف مارس أذار: "شرط الطوارئ للقروض ضرورى لكنه ليس كافيًا. النظام المالى يفتقر لرأس المال ويخضع لضغط التقلص". وبعد ذلك بأسبوعين، كتب

رودريجيث، "الاحتياط الاتحادى يمضى فى طريقه تحت زعم أن هذه أزمة سيولة... لكن مع كل خفض لسعر الفائدة على أموال الاحتياط الاتحادى، هناك فيما يبدو استجابات إيجابية قليلة للغاية على إغلاق أسواقنا لرأس المال".

(٢٢٤) بعد ظهور الحقيقة وبعد ملحمة إيه. أى. جى وملاحم درامية أخرى للفشل، أقر برنانكى فيما يبدو بأن إنقاذ بير ستيرنز لم يستند بشكل صارم على قانون أو تنظيم. وفى كلمة، فى الأول من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨، أشار رئيس الاحتياط الاتحادى "فى غياب إطار قانونى أو تنظيم ملائم وشامل، تعامل الاحتياط الاتحادى والخزانة مع حالات بير ستيرنز وإيه. أى. جى باستخدام الأدوات المتوافرة".

(٢٢٥) سوزان كريج، جيفرى مكراكن، أرون لوتشاتى، وكيت كيلى، "عطلة نهاية الأسبوع التى قضى فيها وول ستريت"، **وول ستريت جورنال**، ٢٩ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٢٢٦) كان بينهم ليمان، واتشوفيا وفانى ماى. واختارت فريدى ماك الانتظار.

(٢٢٧) اقتبس فى نشرة لهايمان أدفايزرز، ١٤ أكتوبر تشرين الأول ٢٠٠٨، ص٣.

(٢٢٨) درو دوسيلفر، "حملة أسهم واشنطن ماتشوال يظهرون غضبهم، وكبير المديرين التنفيذيين كيلينجر يطلب الصبر"، **سياتل تايمز**، ١٦ أبريل نيسان، ٢٠٠٨.

(٢٢٩) بيتى كيلى، مقابلة مع المؤلف.

(٢٣٠) كريج فاريل وهنرى سندر، "إلحاق العار بجون تاين"، **فاينانشيال تايمز**، ١٣ مارس آذار، ٢٠٠٩.

(٢٣١) اقتبست شهادة جايتنر فى جارى فايس، "الرجل الذى أنقذ (أو استغفله) وول ستريت"، **بورتفوليو**، يونيو حزيران، ٢٠٠٨.

(٢٣٢) تقرير ليمان للجنة البورصة والأوراق المالية لعام ٢٠٠٨، الصفحات ١٨ و١٩، وسوزان كريج وكيلى كرو، "العملاق المنهار لأعمال المزادات المسعرة"، **وول ستريت جورنال**، ٢٦ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٢٣٣) نشرته لجنة مجلس النواب للرقابة والإصلاح الحكومى، جلسات استماع بشأن "أسباب وآثار إفلاس ليمان برازرز" السادس من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٢٣٤) أشيش شاه، مقابلة مع المؤلف.

الفصل العاشر:

(٢٣٥) هوغ إ. مكجى الثالث، رسالة بريد إلكترونى إلى ديك فولد، التاسع من يونيو حزيران، ٢٠٠٨، تمت إعادة توجيهها فى رسالة بريد إلكترونى، فى التاسع من يونيو حزيران، من بنوا دوانجلين، ونشرت بالتعاون مع لجنة مجلس النواب للرقابة والإصلاح الحكومى فى جلسات الاستماع بشأن "أسباب وآثار إفلاس ليمان برازرز" السادس من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٢٣٦) نشرت بالتعاون مع جلسات الاستماع فى السادس من أكتوبر تشرين الثانى، "أسباب وآثار إفلاس ليمان برازرز".

(٢٣٧) ستيف فيشمان، "إحراق منزله: هل كبير المديرين التنفيذيين لليمان، ديك فولد، هو الشرير الحقيقى فى انهيار وول ستريت أم تمت التضحية به عن خطايا نظرائه؟" **نيويورك مجازين**، الثامن من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨، ومقابلات للمؤلف.

(٢٣٨) مصدر: ليمان. مرة أخرى، استخدم مقال ليونارد، المفيد بخلاف هذا، "كيف ضبطت ليمان برازرز عقاراتها"، تعريفًا أكثر شمولا وقدم إجماليًا أصغر لأصول العقارات التجارية.

(٢٣٩) "ثلثان": ماركت جروب؛ ١٨ فى المئة: اتحاد مصارف الرهون العقارية.

(٢٤٠) جمعت إيه. أى. جى ما يزيد قليلا على ٢٠ مليار دولار فى مايو أيار، ٢٠٠٨، لكن كان من بينها ٦,٩ مليار دولار فى صورة ديون؛ وتألف مبلغ ١٣,٣٥ مليار دولار المتبقى من أسهم وأوراق مالية قابلة للتحويل.

(٢٤١) دوجلاس براونشتاين، مقابلة مع المؤلف.

(٢٤٢) بوب ستيل، مقابلة مع المؤلف.

(٢٤٣) جو بيكر وجريتشن مورجنسون، "جايتنر، العضو فى نادى التمويل والمشرف عليه"، نيويورك تايمز، ٢٦ أبريل نيسان، ٢٠٠٩.

(٢٤٤) يشير إلى فترة من ٣٠ يونيو حزيران، ٢٠٠٧ إلى ٣٠ يونيو حزيران، ٢٠٠٨.

(٢٤٥) جيرث وأوهارو، "مع ظهور الأزمة فى الأفق ضغط جايتنر لكن لم بشكل غير كاف".

(٢٤٦) تعليقات من وزير الخزانة الأمريكى هنرى إم. بولسون الابن، لندن، الثانى من يوليو تموز، ٢٠٠٨.

(٢٤٧) ديفيد مكورمك، مقابلة مع المؤلف.

(٢٤٨) ديفيد ناسون، مقابلة مع المؤلف.

(٢٤٩) الخزانة الأمريكية، فى الأول من يوليو تموز، ٢٠٠٨. الرقم الدقيق كان ٥٢٧ مليار دولار.

(٢٥٠) الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع، مع تقديرها فى يوليو تموز ٢٠٠٩.

(٢٥١) **ماكرومافنز**، ٢٥ يوليو تموز، ٢٠٠٨، ٢.

(٢٥٢) تشير البنوك العشرة الأكبر تقريبًا إلى تسع مؤسسات مؤهلة للمرحلة الأولى من برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة الذى تم تفعيله فى أكتوبر تشرين الأول، بالإضافة إلى ليمان التى كانت مفلسة فى ذاك الوقت. وبحسب ما قال بيترو فيرونسى ولويجى زينجاليس، "هدية بولسون"، الخامس من نوفمبر تشرين الثانى، ص ٣٠ (مسودة)، وبلغت الديون قصيرة الأجل للبنوك التسعة الأصلية التى يشملها برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، فى ٣٠ يونيو حزيران، ٢٠٠٨، ٢١٥١ مليار دولار. وبلغت الديون قصيرة الأجل لليمان فى ٣١ مايو أيار ٢٠٠٨، ٤٨٥ مليار دولار، ما إجماليه ٢,٦٣٦ تريليون دولار.

(٢٥٣) **ماكرومافنز**، ٣١ يوليو تموز ٢٠٠٨، ٤.

(٢٥٤) "مصاب بالغثيان ومغرر به"، تعليق لإف. بى. إيه، ٣٠ يوليو تموز، ٢٠٠٨.

(٢٥٥) شهادة هانك بولسون، ١٥ يوليو تموز، ٢٠٠٨.

(٢٥٦) تشارلز دوهيج، "مكافحة حبس الرهون، رئيس الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع يتعرض لانتقادات" **نيويورك تايمز**، ١١ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٢٥٧) ريان ليزا، "المشاكس" **نيويوركر**، السادس من يوليو تموز، ٢٠٠٩.

(٢٥٨) جون دوجان، مقابلة مع المؤلف، ودوهيج، "مكافحة حبس الرهون العقارية". الإشارة إلى برنانكى مستمدة من جيم ويلكنسون، مقابلة مع المؤلف.

(٢٥٩) جون دوجان، مقابلة مع المؤلف.

(٢٦٠) حبس الرهون: ريالتى تراك؛ أسعار المنازل: كيس-شيلر؛ خمسة ملايين... مليونان": **ماكروماقنز**، ٢٥ يوليو تموز ٢٠٠٨، ٣، ٣١ يوليو تموز ٢٠٠٨، ٤.

(٢٦١) بيتى كيلى، مقابلة مع المؤلف.

(٢٦٢) انظر رسالة بريد إلكترونى داخلية لليمان فى ٢٣ يوليو تموز، إلى بارت مكداد بين آخرين وتم توجيهها إلى فولد فيما يتعلق بأن مصرفى ترك فى الآونة الأخيرة الشركة تم "توقيفه من" وعلق قائلا "من الواضح أن جولدمان ساكس تقود حافلة بقلعة من صناديق التحوط، وأثر بشكل كبير على الزخم لليمان وآخرين!"، نشر بالتعاون جلسات الاستماع لمجلس النواب عن "أسباب وتأثيرات إفلاس ليمان".

(٢٦٣) يالمان أوناران وجون هيليار، "استجدى فولد عرضاً لبافيت يستطيع كبير المديرين التنفيذيين رفضه عندما أخفقت ليمان"، بلومبيرج، العاشر من نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٨.

(٢٦٤) رودجين كوهين وباولو تونتشى، مقابلات مع المؤلف. ووصف كوهين الاحتياط الاتحادى بأنه "غير متيقن" وليس جيداً؛ وفى الحالتين، لم يجر العمل بالخطة.

(٢٦٥) على سبيل المثال، تقرير الربع الثالث (٢٠٠٨) لصندوق التحوط إيتون بارك كابيتال مانجمنت، ذكر "ركزنا على انكشافنا على ليمان براذرز قبل عدة شهور وسعينا إلى تقليله إلى أدنى حد فى حين نحافظ على علاقات تعاملاتنا" (ص ٣).

(٢٦٦) **ماكروماقنز**، ٢٥ يوليو تموز ٢٠٠٨، ٢-٥، "انكشاف البنوك" يشير إلى انكشاف البنوك التجارية.

(٢٦٧) "تسعة فى المئة": فيكاس بيجاج، "فى منتصف العام، استمر الألم الاقتصادي"، **نيويورك تايمز**، الأول من يوليو تموز؛ "الورقة المالية التجارية": **ماكروماقنز**، ٣١ يوليو تموز، ٤،٢٠٠٨.

(٢٦٨) روبرت باربرا، **كلفة الرأسمالية: فهم تشويه السوق واستقرار مستقبلنا الاقتصادى** (نيويورك: مكجرو - هيل، ٢٠٠٩)، ٦٧.

(٢٦٩) "القلق الشديد": **ماكروماقنز**، ٣١ يوليو تموز، ٥،٢٠٠٨-٦؛ "أين يمضى القطاع المالى": ماكروماقنز، ٢٥ يوليو تموز، ٤،٢٠٠٨.

(٢٧٠) "مصاب بالغثيان ومغرر به".

(٢٧١) بانتج: كاسيدى، "تشريح انهيار". انظر أيضاً "انتهاء الوهم" **إيكونوميست**، ١٧ يوليو تموز، ٢٠٠٨.

(٢٧٢) بيتر والسون وتشارلز دبليو. كالوميريس، "التزام التريليون دولار الأخيرة: دمار فانى ماى وفريدى ماك"، **فايننشيال سيرفيس أوتلوك**، معهد المبادرة الأمريكية لأبحاث السياسة العامة، سبتمبر أيلول ٢٠٠٨، ٨.

(٢٧٣) فيل سواجيل، مقابلة مع المؤلف.

(٢٧٤) روث بورات وروبرت سكلى، مقابلات مع المؤلف.

(٢٧٥) "عُشر": دانيل مود، مقابلة مع المؤلف، وبيتانى مكلين، "الوقفة الأخيرة لفانى ماى" **فانتى فير**، فبراير شباط، ٢٠٠٩..

(٢٧٦) مقابلات للمؤلف مع روبرت وليمستاد وآخرين.

الفصل الحادى عشر:

(٢٧٧) اقتبس فى "ما يقولونه عن فان وفريد"، **وول ستريت جورنال**، الثانى من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٢٧٨) ديبورا سولومون، سوديب ريدى، سوزان كريج، "تصاعد المصائب ترك مساحة صغيرة للمسؤولين للتصرف"، **وول ستريت جورنال**، الثامن من سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٢٧٩) "مرتبك... انتقاد": آلان بليندر، مقابلة مع المؤلف. مقتبس ميلتزر من "بحثًا عن الحفاظ على الاستقرار النقدى: تعليق على أوتمار إيسنج" فى ورقة قدمت فى المؤتمر السنوى السابع لبنك التسويات الدولية فى لوزيرن فى ٢٦ يونيو حزيران ٢٠٠٨– قبل شهرين من اجتماع جاكسون هول. اشتهر تعليقه اللاذع للحضور فى وايومينج. واقتبس قول بنك اليابان فى جون كاسيدى، "تشريح انهيار"، **نيويوركر**، الأول من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٢٨٠) هانك بولسون، مقابلة مع المؤلف.

(٢٨١) مقابلات للمؤلف مع هانك بولسون وآخرين.

(٢٨٢) تحليل سوق الائتمان. زيادات الأسعار من منظور قاع السوق، فى بداية عام ٢٠٠٨ أو قبل ذلك إلى أغسطس أب، ٢٠٠٨.

(٢٨٣) روبرت وليمستاد، مقابلة مع المؤلف.

(٢٨٤) دوجلاس براونشتاين، مقابلة مع المؤلف.

(٢٨٥) اتحاد مصارف الرهون العقارية.

(٢٨٦) رودجين كوهين، مقابلة مع المؤلف. كوهين يحدد تاريخ المحادثات من يوليو تموز.

(٢٨٧) سولومون، ريدى، وكريج، "تصاعد المصائب ترك مساحة صغيرة للمسؤولين للتصرف"، ومقابلات مع المؤلف.

(٢٨٨) رودجين كوهين ودانيل مود، مقابلات مع المؤلف.

(٢٨٩) ترتيب الطاولة: سولومون، ريدي، وكريج، "تصاعد المصائب ترك مساحة صغيرة للمسؤولين للتصرف"؛ "نحن داعمون": روبين كوهين، مقابلة مع المؤلف.

(٢٩٠) مكلين، "الوقفة الأخيرة لفاني ماي"، يمثل بقوة الحال التي تم بها قتل بها التوأمان بشكل استباقي ودون ضرورة، كما فعل دانيال مود، مقابلة مع المؤلف.

(٢٩١) انظر على سبيل المثال دانيل جروس، "الشكوك عالية المخاطر"، مجلة سليت، السابع من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨ كل من روث بورات وروبرت سكلي من مورجان ستانلي في مقابلة مع المؤلف، ومقال مكلين "الوقفة الأخيرة لفاني ماي" أكدوا على أن حافظة الرهون العقارية من الفئة إيه البديلة التي ساهمت في أزمتهما تجمعت من أجل الربح وليس نتيجة لتوجيهات من إدارة الإسكان والتنمية الحضرية.

(٢٩٢) جون هيلسنرات، ديبورا سولومون، دميان باليتا، "بذل بولسون وبرنانكي جهداً مضنياً للتوصل إلى إجماع في الإنقاذ"، **وول ستريت جورنال**، العاشر من نوفمبر تشرين الثاني ٢٠٠٨، ومقابلات مع المؤلف.

(٢٩٣) كان حجم ليمان في التاسع من سبتمبر أيلول ٣٨٤ مليون سهم. وكان لدى ليمان ٦٨٩ مليون سهم واجب الدفع؛ لكن لأن الأسهم المملوكة للموظفين كانت تخصم، فنحو ٤٥٠ سهماً كان يملكها الجمهور. ومن ثم فالحجم بلغ نحو ٨٥ في المئة من "الطرح". إم. أند إم.: إيفان توماس ومايكل هيرش، "دعوى بولسون"، **نيوزويك**، ١٦ مايو أيار ٢٠٠٩: "ها نحن من جديد": أوناران وهيليار - "استجدى فولد عرضاً لبافيت يستطيع كبير المديرين التنفيذيين رفضه عندما أخفقت ليمان".

(٢٩٤) هانك بولسون، مقابلة مع المؤلف.

(٢٩٥) أوناران وهيليار، "استجدى فولد عرضاً لبافيت يستطيع كبير المديرين التنفيذيين رفضه عندما أخفقت ليمان".

(٢٩٦) النشرة الصحفية الربع الثالث لليمان، التاسع من سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٢٩٧) بلين فرانتز، باولو تونتشي، مقابلات مع المؤلف.

(٢٩٨) تحليل سوق الائتمان.

(٢٩٩) ميشيلا داڤيس ومقابلات أخرى مع المؤلف.

الفصل الثاني عشر:

(٣٠٠) تيودور لويك، مقابلة مع المؤلف.

(٣٠١) لويز ستوري، "معركة صعبة للرئيس في ليمان"، **نيويورك تايمز**، العاشر من سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٣٠٢) روبرت وليمستاد ومقابلات أخرى مع المؤلف. وصل المبلغ في ١٥ سبتمبر أيلول إلى ٢٢ مليار دولار. ونشرت إيه. أي. جي رقماً بلغ ٢٠ مليار دولار في ضمانات في نهاية أغسطس آب، و٣٣ مليار دولار بحلول نهاية سبتمبر أيلول.

(٣٠٣) جيمس باندلر، رودى بويد ودوريس بوركه، "وقفة هانك الأخيرة" فورشن، ١٣ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٣٠٤) جون أوروس: " الحال الراهنة للأسواق واستجابة سياسة الحكومة الاتحادية"، مدرسة ويسكنسون للأعمال، ٢٩ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٣٠٥) المرجع السابق.

(٣٠٦) ستيف ستيكلو، "نظرة على سباق الاحتياط الاتحادى على الدولار"، وول ستريت جورنال، ١٧ يناير كانون الأول، ٢٠٠٩.

(٣٠٧) تم توثيقها جزئيًا بالاعتماد على كاريك مولنكامب، سوزان كريج، جيفرى مكراكن وجون هيلسنراث، "وجه سقوط ليمان"، وول ستريت جورنال، السادس من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٣٠٨) هانك بولسون، مقابلة مع المؤلف.

(٣٠٩) تحليل سوق الائتمان.

(٣١٠) أريك دينالو، مقابلة مع المؤلف.

(٣١١) قانون الاحتياط الاتحادى، القسم ١٣ (٣).

(٣١٢) مولنكامب، كريج، مكراكن، هيلسنراث، "وجها سقوط ليمان".

(٣١٣) ستيف بلاك، مقابلة مع المؤلف.

(٣١٤) جون هيليار، أليسون فيتزجرالد، مارك بيتمان، وسيرينا سايتو، "عشرة أيام غيرت وول ستريت بينما كان برنانكى يرى إخفاقات هائلة"، بلومبيرج، ٢٢ سبتمبر أيلول ٢٠٠٨.

(٣١٥) ليزا كاسنيار وكريستين هاربر، "ماك يخبر زوجته بأنه قد يفقد شركته قبل محاولة الوساطة" بلومبيرج، ٢٦ يناير كانون الأول ٢٠٠٩.

(٣١٦) رسالة بالبريد الإلكترونى: لورى فايف، مقابلة مع المؤلف. "البذلة السوداء": سوزان كريج، جيفرى مكراكن، أرون لوتشيتى وكيت كيلى، "عطلة نهاية الأسبوع التى قُضى فيها وول ستريت": وول ستريت جورنال، ٢٩ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٣١٧) جيمى ديمون وجون هوجان، مقابلات مع المؤلف.

(٣١٨) هارفى ميلر، مقابلة مع المؤلف.

(٣١٩) "ابن عاهرة": كريج، مكراكن، لوتشيتى وكيلى، "عطلة نهاية الأسبوع التى قضى فيها وول ستريت"؛ بولسون: توماس وهيرش، "دعوى بولسون".

(٣٢٠) روبرت وليمستاد، أريك دينالو، دوجلاس براونشتاين، مقابلات مع المؤلف.

(٣٢١) وليام دى. كوهان، "الأيام الثلاثة التى هزت العالم"، فورشن، ١٥ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٣٢٢) كريج، مكراكن، لوتشيتى وكيلر، "عطلة نهاية الأسبوع التى قضى فيها وول ستريت".

(٣٢٣) مولنكامب، كريج، مكراكن وهيلسنراث، "وجها سقوط ليمان".

(٣٢٤) سوزان بوليام، كيت كيلى وماثيو كارنيتشينج، "بافيت خاض مساومة صعبة مع جولدمان"، وول ستريت جورنال، ٢٥ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨، ومقابلات مع المؤلف.

(٣٢٥) دوجلاس براونشتاين ومقابلات أخرى مع المؤلف.

(٣٢٦) جيم ويلكنسون، مقابلة مع المؤلف.

(٣٢٧) كريج، مكراكن، لوتشيتى وكيلى، ""عطلة نهاية الأسبوع التى قضى فيها وول ستريت".

الفصل الثالث عشر:

(٣٢٨) كاريك مولنكامب، سوزان كريج، جيفرى مكراكن، وجون هيلسنراث، "وجها سقوط ليمان" وول ستريت جورنال، السادس من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٣٢٩) استنادا إلى مقابلات للمؤلف مع عدد من الموظفين السابقين فى ميريل لينش.

(٣٣٠) ظل الرقم يتغير ولم يتم قط. وقال مسؤولون اتحاديون (بعد ظهور حقيقة) إن الإجمالى كان ٦٠ مليار دولار. ورصد أوناران وهيليار، فى "استجدى فولد عرضًا من بافيت"، ما بين ٥٥ مليار دولار إلى ٦٠ مليار دولار. فيشمان فى "إحراق منزله" قال إن الإجمالى ربما وصل ٧٠ مليار دولار.

(٣٣١) وليام دى. كوهان، "الأيام الثلاثة التى هزت العالم"، فورشن، ١٥ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٣٣٢) هانك بولسون، مقابلة مع المؤلف.

(٣٣٣) كاريك مولنكامب، مارك وايتهاوس، جون هيلسنراث، ايانث جين دوجان، "اضمحلال ليمان أثار أزمة نقد حول العالم" وول ستريت جورنال، ٢٩ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٣٣٤) وليام دودلى، مقابلة مع المؤلف.

(٣٣٥) إريك دينالو، مقابلة مع المؤلف.

(٣٣٦) ستيف فيشمان، "حرق منزله: هل ديك فولد كبير المديرين التنفيذيين لليمان الشرير الحقيقى فى انهيار وول ستريت أم تمت التضحية به فى مقابل خطايا نظرائه" مجلة نيويورك، الثامن من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٣٣٧) مقابلات للمؤلف مع هارفى ميلر ومشاركين آخرين.

(٣٣٨) كان المدير جون ماكومبر.

(٣٣٩) اكيرس وتفاصيل أخرى من اجتماع مجلس الإدارة: هارفى ميلر، مقابلة مع المؤلف؛ "ما قاله مكداد": فيشمان، "حرق منزله"، كوهان، "الأيام الثلاثة التى هزت العالم"؛ "مذهول": اوناران هيليار، "فولد استجدى عرضًا من بافيت"؛ "وداعًا": ميلر، مقابلة مع المؤلف، كريج، مكراكن، لوتشيتى وكيلى، "عطلة نهاية الأسبوع التى قُضى وول ستريت فيها".

(٣٤٠) روبرت وليمستاد، مقابلة مع المؤلف.

(٣٤١) روبرت وليمستاد، مقابلة مع المؤلف وسوزان بيك، "قصة مستقبل معلوم سلفًا"، **أمريكان لويار**، نوفمبر تشرين الثاني، ٢٠٠٨.

(٣٤٢) كلمة بولسون مقتبسة من مقابلة بولسون مع المؤلف؛ تشريع جديد": جون هيلسنراث، ديبورا سولومون ودميان باليتا، "بولسون، برنانكي بذلا جهدًا من أجل التوصل إلى إجماع في عملية الإنقاذ"، **وول ستريت جورنال**، العاشر من نوفمبر تشرين الثاني، ٢٠٠٨.

(٣٤٣) هارفي ميلر، مقابلة مع المؤلف؛ هيليار، فيتزجيرالد، بيتمان، سايتو، "الأيام العشرة التي غيرت وول ستريت"؛ كوهان، "الأيام الثلاثة التي هزت العالم" وبالنسبة إلى مديري مورجان ستانلي كاسنار وهاربر، "ماك يخبر زوجته أنه قد يخسر شركته".

الفصل الرابع عشر:

(٣٤٤) النرويج: كاريك مولنكامب، مارك وايتهاوس، جون هليسنراث، أيانث جين دوجان، "اضمحلال ليمان أدى إلى أزمة نقد حول العالم" **وول ستريت جورنال**، ٢٩ سبتمبر أيلول ٢٠٠٨؛ "استدعاء الاحتياط الاتحادي": وليم دودلي، مقابلة مع المؤلف.

(٣٤٥) كاريك مولنكامب، سوزان كريج، جيفري مكراكن وجون هيلسنراث، "وجها سقوط ليمان"، **وول ستريت جورنال**، السادس من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٣٤٦) إعلان شاري دي. ليفينتال في **قضية إفلاس شركة سيكيورتيز أنفزتورز بروتكشن ضد ليمان برازرز**، محكمة الإفلاس الأمريكية، الحي الجنوبي في نيويورك.

(٣٤٧) ٧٠٠ صندوق تحوط: سايجل كيشان، "صندوق تحوط أمبر تستعيد أصول مجمدة لدى ليمان"، بلومبيرج، ٢٤ يوليو تموز ٢٠٠٩.

(٣٤٨) مولنكامب، وايتهاوس، هيلسنراث، ودوجان، " اضمحلال ليمان أدى إلى أزمة نقد".

(٣٤٩) كومنولث أوف ماساشوستس، "بشأن شركة ريزيرف مانجمنت كو، وشركة ريزيرف بارتنرز، وريزيرف فاندز تراست، وبروس بينت الثاني"، ملف رقم ٢٠٠٨-٠٧٦، الصفحتان ٦-٧.

(٣٥٠) مقابلة يوليو تموز تم الاستشهاد بها في جون هيليار، أليسون فيتزجيرالد، مارك بتمان، وسيرنا سياتو، "الأيام العشرة التي غيرت وول ستريت بينما رأى برنانكي فشلاً هائلاً"، بلومبيرج ٢٢ سبتمبر أيلول ٢٠٠٨، الخلفيات عن بينت مستقاة من ستيف ستكلو وديا جولابالي، "تغير مصيري لمدير صندوق المال"، **وول ستريت جورنال**، الثامن من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٣٥١) "بشأن شركة ريزيرف مانجمنت كو"،٣٢، المستند إل.

(٣٥٢) "بشأن شركة ريزيرف مانجمنت كو"، ٢٠، ٢٦، ٢٩، ٣٣-٤٧؛ انظر أيضًا ستيف ستكلو،"نظرة على سباق الاحتياط الاتحادي على الدولار"، **وول ستريت جورنال**، ١٧ يناير كانون الثاني ٢٠٠٩.

(٣٥٣) دان فـريد، "رجل التـريليـون دولار لجـيـه. بي. مـورجـان"، TheStreet.com، الأول مـن يولـيـو تموز ٢٠٠٩.

(٣٥٤) دوجلاس براونشتاين، مقابلة مع المؤلف.

(٣٥٥) إريك دينالو، روبرت وليمستاد، مقابلات مع المؤلف.

(٣٥٦) مقايضة العلاوات السعرية: تحليل أسواق الائتمان؛ ١٨ مليار دولار: كاريك مولنكامب، سيرينا نج، ليام بليفن، وراندال سميث، "فيما وراء سقوط إيه. أي. جي، نماذج المخاطر فشلت فى اجتيار اختبار العالم الواقعي"، **وول ستريت جورنال**، ٣١ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٣٥٧) "دور": إريك دينالو، مقابلة مع المؤلف؛ "أغلقوا هواتفكم المحمولة": دوجلاس براونشتاين، مقابلة مع المؤلف.

(٣٥٨) روبرت وليمستاد ومقابلات أخرى مع المؤلف.

(٣٥٩) ويلز فـارجو ملف إس-٤ فى لجنة البـورصة والأوراق المالية ليـوم ٣١ أكتـوبر تشـرين الأول، ٢٠٠٨، انظر القسم الذى عنوانه "خليفة الاندماج".

(٣٦٠) مقايضة العلاوات السعرية: تحليل أسواق الائتمان؛ ميلون: سوزان كريج، جيفرى مكراكن، أرون لوتشيتى، وكيت كيلى، "عطلة نهاية الأسبوع التى قُضى فيها وول ستريت"، **وول ستريت جورنال**، ٢٩ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٣٦١) سـوزان بوليـام، ليز رابابورت، آرون لوتشيـتى، جينى سـترأسـبورج، وتم مكجينتى، "تشـريح ذعر مورجان ستانلي"، **وول ستريت جورنال**، ٢٤ نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٨.

(٣٦٢) المرجع السابق.

(٣٦٣) كان المدير ستيفن بولينباخ وهو مدير تنفيذى متقاعد لفندق.

(٣٦٤) جريتشن مورجنسون ودون فان ناتا جونيو، "استعانة بولسون بأخلاقيات جولدمان التى تم اختبارها أثناء الأزمة" نيويوك تايمز، الثامن من أغسطس آب، ٢٠٠٩.

(٣٦٥) جـيـمس دوران، "جولدمـان سـتـار يعيش الحلم الأمـريكى؛ لمحـة: لويد سى. بلانكفين" تايمز (لندن)، الثالث من يونيو حزيران، ٢٠٠٦.

(٣٦٦) مورجنسون وفان ناتا جونيو، "استعانة بولسون بأخلاقيات جولدمان التى تم اختبارها أثناء الأزمة".

(٣٦٧) بيتر باكر، ستيفن لاباتون، واريك ليبتـون، "أستاذ جامعة ومصرفى يدفنان عقيدة قديمة عن الأسواق"، **نيويورك تايمز**، ٢٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

الفصل الخامس عشر:

(٣٦٨) بعض تفاصيل السيرة الذاتية من أى ميلى ثورنتون، "هجوم ماك الذى قامت به مورجان ستانلي"، **بيزنيس وويك**، ٢١ يونيو حزيران ٢٠٠٦.

(٣٦٩) العلاوات السعرية: تحليل أسواق الائتمان.

(٢٧٠) الكثير من تفاصيل احتجاز مورجان ستانلي مستقاة من سوزان بوليام، ليز رابابورت، أرون لوتشيتي، جيني ستراسبورج، وتوم مكجينتي، "تشريح ذعر مورجان ستانلي"، **وول ستريت جورنال**، ٢٤ نوفمبر تشرين الثاني، ٢٠٠٨، وليزا كاسنار وكرستين هاربر، "ماك يخبر زوجته أنه قد يخسر الشركة قبل عرض الوساطة"، بلومبيرج، ٢٦ يناير كانون الثاني، ٢٠٠٩.

(٢٧١) كيندريك ويلسون، مقابلة مع المؤلف.

(٢٧٢) جريتشن مورجنسون ودون فان ناتا الابن، "استعانة بولسون بأخلاقيات جولدمان التي تم اختبارها أثناء الأزمة". نيويورك تايمز، الثامن من أغسطس آب، ٢٠٠٩.

(٢٧٣) جو نسيرا، "مع تصاعد أزمة الائتمان، الانزعاج أدى إلى التصرف"، **نيويورك تايمز**، الثاني من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٢٧٤) أعلنت الصين أن صندوق ثروتها السيادي سوف يستثمر ٢٠٠ مليار دولار في أسهم في أكبر ثلاثة بنوك في البلاد. ووافقت روسيا على خطة قيمتها ١٢٠ مليار دولار لإنقاذ نظامها المالي. وأعلن كلا الإجرائين في ١٨ سبتمبر أيلول. فيما يتعلق ببرنانكي، **نيويورك تايمز** (أدموند إل. أندروز، كارل هولس، وديفيد إم. هيزنهورن، "الاحتياط الاتحادي يقدن للكونجرس خطة لعملية إنقاذ هائلة" ١٩ سبتمبر أيلول ٢٠٠٨) وقدر أن الاحتياط الاتحادي ضخ ما يقرب من ٣٠٠ مليار دولار في "أسواق الائتمان العالمية" في يوم واحد.

(٢٧٥) مقابلات مع المؤلف؛ اظر أيضًا جو نوسيرا وأدموند إل. انورز، "الصراع من أجل البقاء مع تسارع الأزمة"، نيويورك تايمز، ٢٢ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٢٧٦) فيليب سواجيل، مقابلة مع المؤلف.

(٢٧٧) كيس – شيلر. يقاس الافتقار إلى النقد من القمة التي بلغها عام ٢٠٠٦ إلى الربع الثالث من عام ٢٠٠٨.

(٢٧٨) كران داتا. تتبع كران الأصول في أكبر ٥٠٠ صندوق من صناديق أسواق المال. بلغ إجمالي الأصول ٣,١١٦ تريليون دولار في ١٢ سبتمبر أيلول، يوم الجمعة السابق على فشل ليمان، و٢,٩١٠ تريليون دولار في الجمعة التالية في تراجع عن ٢٠٦ مليار دولار.

(٢٧٩) دوجلاس براونشتاين، مقابلة مع المؤلف. فيما يتعلق بفورد موتورز، انظر سينثا كونز، "الائتمان يضيق على فورد وجنرال موتورز"، وول ستريت جورنال، ٢٣ سبتمبر أيلول ٢٠٠٨. انظر أيضًا جيفري مكراكن وديفيد أنريتش، "شبكة الشركات الأمريكية في الإصابة والتعادل فيما يتعلق بالائتمان الآن"، **وول ستريت جورنال**، ٢٥ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٢٨٠) كاسينار وهاربر، "ماك يخبر زوجته أنه قد يخسر شركته".

(٢٨١) مورجان ستانلي. وفقا لبوليام وآخرين، "تشريح ذعر مورجان ستانلي"، فإن ١١٠٠ صندوق تحوط لها حسابات في مورجان ستانلي، سعى ثلاثة أرباعها إلى استعادة الأموال في جزء واحد على الأقل من أصولها.

(٣٨٢) جيمى ديمون، مقابلة مع المؤلف.

(٣٨٣) مقابلات مع المؤلف؛ كاسينار وهاربر، "ماك يخبر زوجته أنه قد يخسر شركته"؛ ويلز فارجو إس-٤.

(٣٨٤) تحليل أسواق الائتمان.

(٣٨٥) هانك بولسون مقابلة مع المؤلف.

(٣٨٦) كاسينار وهاربر، "ماك يخبر زوجته أنه قد يخسر شركته".

(٣٨٧) ستيف بلاك، دوجلاس براونشتاين، جون هوجان، مقابلة مع المؤلف.

(٣٨٨) ويلز فارجو إس-٤، مقابلات مع المؤلف.

(٣٨٩) ويلز فارجو إس- ٤.

(٣٩٠) ويلز فارجو إس-٤، مقابلات مع المؤلف.

(٣٩١) هانك بولسون ومقابلات أخرى مع المؤلف.

الفصل السادس عشر:

(٣٩٢) ديبورا سولومون، ليز رابابورت، داميان باليتا، وجون هيلسنرات، "الصدمة فرضت تدخل بولسون"، **وول ستريت جورنال**، ٢٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٣٩٣) أندرو روس سوركين، "إنقاذ فوق القانون"، **نيويورك تايمز**، ٢٢ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٣٩٤) ميركل: جاسون دين، ماركوس ووكر، أى ڤان رامستاد، "الأزمة المالية: أزمة تثير انتقادات الأسواق الحرة - حول العالم، دعوات لإعادة النظر فى السياسات أمريكية الطراز"، **وول ستريت جورنال**، ٢٥ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨؛ كوكس: شهادة أمام اللجنة المصرفية لمجلس الشيوخ، ٢٣ سبتمبر أيلول ٢٠٠٨، وستيفن لاباتون، "لجنة البورصة والأوراق المالية تقر بثغرات فى الإشراف أذكى الانهيار" **نيويورك تايمز**، ٢٧ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٣٩٥) هانك بولسون، شهادة أمام اللجنة المصرفية لمجلس الشيوخ، ٢٣ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٣٩٦) "الفيل (الفيلة) فى الغرفة"، تعليق صندوق إف. بى. أيه، ٢٣ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨ رودريجيث، كما أشير له فى النص، كان موجوداً فى إيطاليا ويتصل بنظرائه عبر البريد الإلكترونى. كان التوقيع على الخطاب "ستيفن روميك والشركاء، فى فيرست باسيفك أدفايزورز". كانت اللغة على الأرجح هى لغة روميك، رغم أنها تتسق مع ما كان يقوله رودريجيث فى ذاك الوقت وقاله لمدة عام.

(٣٩٧) جون هيلسنرات، ديبورا سولومون، ودميان باليتا، "بولسون، وبرنانكى بذلا جهداً فى التوصل إلى إجماع على الإنقاذ"، **وول ستريت جورنال**، ١٠ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨ ومقابلات مع المؤلف.

(٣٩٨) بن برنانكى، شهادة أمام اللجنة المصرفية لمجلس الشيوخ، ٢٣ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٣٩٩) تحليل أسواق الائتمان.

(٤٠٠) تحليل أسواق الائتمان.

(٤٠١) ويلز فارجو إس-٤.

(٤٠٢) **ماكروماقنز**، الثالث من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨، ٣.

(٤٠٣) اتحاد مصارف الرهون العقارية.

(٤٠٤) شيريل جاى ستولبيرج، "ناخبو المشرعين جعلوا وجهات نظرهم عن الإنقاذ عالية الصوت وواضحة"، **نيويورك تايمز**، ٢٥ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨، مقابلات مع المؤلف.

(٤٠٥) انظر، على سبيل المثال، جون دى. مكينون، لورا ميكلر، وكريستوفر كوبر، "نظرة من الداخل لقمة عاصفة للبيت الأبيض"، **وول ستريت جورنال**، ٢٧-٢٨ سبتمبر أيلول، وكارل هولس، "اعتبر المحافظون خطة الإنقاذ هى القشة التى قصمت ظهر البعير"، **نيويورك تايمز**، ٢٧ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٤٠٦) ويلز فارجو إس-٤؛ ديفيد إنريتش وماثيو كارنيتشنيج، "سيتى، والولايات المتحدة ينقذان واتشوافيا"، **وول ستريت جورنال**، ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨، مقابلات مع المؤلف.

(٤٠٧) هيلسنراث، سولومون، باليتا، "أنهك بولسون وبرنانكى أنفسهما فى التوصل إلى إجماع على الإنقاذ"، مقابلات مع المؤلف.

(٤٠٨) ويلز فارجو إس-٤، ومقابلات أخرى للمؤلف مع المدراء التنفيذيين لواتشوفيا.

(٤٠٩) ويلز فارجو إس-٤.

(٤١٠) "بير أخبرتهم": جان شيربورن، مقابلة مع المؤلف.

(٤١١) بوب ستيل وجان شيربورن، مقابلات مع المؤلف؛ انظر ديفيد إنريتش، كاريك مولنكامب، ماتيس ريكر، دميان باليتا، وكون هليسنراث، "الولايات المتحدة توافق على إنقاذ سيتى جروب المتعثرة"، **وول ستريت جورنال**، ٢٤ نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٨ فيما يتعلق بمشكلات سيتى جروب المستمرة، انظر جولى كريسول وإنريتش داش، "سيتى جروب: فوق النزاع"، **نيويورك تايمز**، ٢١ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٤١٢) ويلز فارجو إس- ٤.

(٤١٣) ديفيد إم. هيرزنهورن وكارل هولس، "الكونجرس يقترب من إنقاذ فى ظل ضغط مكثف"، **نيويورك تايمز**، ٢٨ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٤١٤) جريج هت ودميان باليتا، "الأزمة المالية زعماء الحزب الجمهورى يحاولون تأمين القاعدة الشعبية من الناخبين"، **وول ستريت جورنال**، ٢٩ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٤١٥) كارتر دوغيرتى، "السلطات تساعد البنوك فى أوروبا" **نيويورك تايمز**، ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٤١٦) فى تتابع سريع، اضطرت الحكومات الأوروبية إلى إنقاذ خمسة مقرضين كبار وتأميمهم: جليتنير (أيسلندا)، ديكسيا (بلجيكا)، فورتيس (بلجيكا/هولندا)، هيبو ريال إستيت (ألمانيا)، وبرادفورد أند بنجلى (المملكة المتحدة).

(٤١٧) مجلس إدارة الاحتياط الاتحادى. الأرقام عن إقراض وول ستريت (المتعامل الرئيسي) تم تقريبها. بلغ الإجمالى تحديداً ٤٦.٦ مليار دولار حتى الأول من أكتوبر تشرين الأول. فيما يتعلق بتوسيع تسهيلات

الاحتياط الاتحادى فى أوروبا وفى الولايات المتحدة، انظر النشرة الصحفية للاحتياط الاتحادى ليوم ٢٩ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٤١٨) إدموند إل. أدروز ومارك لاندر، "الخزانة والاحتياط الاتحادى يبحثان الخيارات"، **نيويورك تايمز**، ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

الفصل السابع عشر:

(٤١٩) نيال فيرجسون، "نهاية الرخاء؟" تايم، الثانى من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٤٢٠) هذه الحكاية عن بيع واتشوفيا اعتمدت على مقابلات للمؤلف مع عدد من المدراء التنفيذيين فى واتشوفيا، وأيضًا على ملف ويلز فارجو إس-٤ فى ٣١ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨ وهو ما يقدم إطار عمل واقعيًا فى العمق.

(٤٢١) ويلز فارجو إس- ٤.

(٤٢٢) المرجع السابق.

(٤٢٣) المرجع السابق؛ انظر أيضًا إريك داش وبن وايت، "ويلز فارجو تنقض" **نيويورك تايمز**، الرابع من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٤٢٤) جان شيريورن، مقابلة مع المؤلف. **وول ستريت جورنال** (دان فيتزباتريك، "فى مرحلة الأزمة، تتصرف الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع بقوة"، الثالث من نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٨) ذكر أن بانديت طلب من بير أن تفكر فى "تأثير هذا التطور على القضايا المنهجية التى لا تتصل بواتشوفيا". يبدو هذا رسميًا بشكل مثير للشك لحادثة الساعة الثانية والنصف صباحًا. وبالتالى (دميان باليتا وديفيد إنريتش، "الهيئة الاتحادية لتأمين الودائع تضغط من أجل التطهير فى سيتى"، الخامس من يونيو حزيران ٢٠٠٩)، **وول ستريت جورنال**، وجاء فى وصف نفس المكالمة الهاتفية أو مكالمة تالية فى ساعة مبكرة من الصباح، أن بانديت أطلق، فى غمرة إحباطه، فى "وابل من اللغة البذيئة".

(٤٢٥) ديفيد إنريتش، كاريك مولنكامب، ماتيس ريكر، دميان باليتا، وحون هيلسنراث، "الولايات المتحدة توافق على إنقاذ سيتى جروب المتعثرة"، **وول ستريت جورنال**، ٢٤ نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٨.

(٤٢٦) ليز رابابورت، سيرينا نج، وبيتر لاتمان، "عدم اليقين بشأن الإنقاذ كثف أزمة الائتمان" **وول ستريت جورنال**، الثالث من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٤٢٧) أرقام الأوراق التجارية مستقاة من الاحتياط الاتحادى؛ كانت الأرقام الأعلى فى أغسطس آب، ٢٠٠٧بنود مرهقة": رابابورت، نج، ولاتمان، "عدم اليقين بشأن الإنقاذ كثف أزمة الائتمان". بولسون وجنرال إليكتريك: هانك بولسون، ديفيد ناسون ومقابلات أخرى مع المؤلف.

(٤٢٨) مارى وليامز والش، "تحت الضغط، المدن تقلص مشروعات"، **نيويورك تايمز**، ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨.

(٤٢٩) خدمة المستثمر فى موديز، "التمويل المهيكل: تقرير خاص- إفادة عن مراقبة تصنيف التزامات الدين المكفولة بضمان والمهيكلة تمويليا، الربع الثالث ٢٠٠٨"، ٢٤ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٤٣٠) فيرجسون، "نهاية الرخاء؟".

(٤٣١) "مجموعة أساتذة جامعيين": مارك جيرتلر، مقابلة مع المؤلف؛ "أخبر موظفيه": هانك بولسون، مقابلة مع المؤلف.

الفصل الثامن عشر:

(٤٣٢) والتر باجهوت، لومبارد ستريت، اقتبسها ريتشارد فيشر، رئيس الاحتياط الاتحادى لدالاس فى كلمته "وجهات النظر التاريخية بشأن الأزمة المالية والاقتصادية الحالية (مع الإشارة إلى بول فولكر، واشنطن إيرفينج، والتر باجهوت، مازر كاريس، روب جولدبيرج، وبسمارك)"، دالاس، ١٨ ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٨.

(٤٣٣) المقتبس أصله عند سام جونز، مؤلف مدونة إف. تى. الفافيل التابعة لموقع **فاينانشيال تايمز.**

(٤٣٤) بن برنانكى، "الانكماش: التأكد من أنه لا يحدث هنا" تعليقات أمام النادى القومى للاقتصاديين، واشنطن، ٢١ نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٢.

(٤٣٥) جيه. بى. مورجان، "بحث اقتصادى: موازنة الاحتياط الاتحادى الكبيرة السمينة" من تأليف مايكل فيرولى وبروس كاسمان، الثالث من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٤٣٦) "تضخم ٦٠ فى المئة": جيه. بى. مورجان، " موازنة الاحتياط الاتحادى الكبيرة السمينة"؛ "خفض قيمة النقد": **ماكرومافنز**، الثالث من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨، ٤-٥.

(٤٣٧) ديفيد ناسون ومقابلات أخرى مع المؤلف.

(٤٣٨) روبرت رودريجيث، صندوق إف. بى. أى ه. كابيتال، تقرير نصف سنوى للفترة التى تنتهى ٣٠ سبتمبر أيلول.

(٤٣٩) انظر بريان كارنى، مقالة "برنانكى يخوض حربه الأخيرة"، **وول ستريت جورنال**، ١٨ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨ التى جادلت فيها المؤرخة آنا شوارتز أن السيولة مثلت مشكلة أساسية فى ثلاثينيات القرن الماضى، لكن هى ليست كذلك فى عام ٢٠٠٨ وقالت تحديدًا عن الكارثة السابقة "لو لم يسحب المقترضون النقد لكانوا [البنوك] فى حال جيدة"، وردد هذا صدى القصة البارزة التى شاركت فى تأليفها مع ميلتون فريدمان، تاريخ نقدى للولايات المتحدة.

(٤٤٠) فيكاس باجاج، "البائعون المذعورون ألقوا بظلال سوداء فيما بعد الظهيرة فى وول ستريت" **نيويورك تايمز**، التاسع من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٤٤١) "إشاعات بأن النقد ينفد منها": جيفرى شولتز، مقابلة مع المؤلف.

(٤٤٢) هانك بولسون ومقابلات أخرى مع المؤلف.

(٤٤٣) جيفرى شولتز، مقابلة مع المؤلف.

(٤٤٤) هانك بولسون ومقابلات أخرى مع المؤلف، انظر أيضًا جو بيكر وجريتشن مورجنسون، "جايتنر، العضو والمراقب لنادى التمويل" **نيويورك تايمز**، ٢٦ أبريل نيسان، ٢٠٠٩.

(٤٤٥) ديفيد ناسون، مقابلة مع المؤلف.

(٤٤٦) ميشيلا ديفيس، مقابلة مع المؤلف.

(٤٤٧) مقابلات مع المؤلف ودميان باليتا وجون هيلسنراث وديبورا سولومون، "في لحظة الحقيقة، أجبرت الولايات المتحدة المصرفيين الكبار على التعامي"، وول ستريت جورنال، ١٥ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨، ومارك لاندلر واريك داش، "الدراما وراء صفقة مصرفية"، نيويورك تايمز، ١٥ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

(٤٤٨) لاندلر وداش، "الدراما وراء صفقة مصرفية"، جيمي ديمون مقابلة مع المؤلف.

(٤٤٩) روبرت رودريجيث، "رد الفعل على خطة الخزانة"، رسالة بريد إلكتروني داخلية لصندوق إف. بي. إيه، ١٤ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨.

الفصل التاسع عشر:

(٤٥٠) بلغت عائدات الشركات التي من مستوى الاستثمار القمة في العاشر من أكتوبر تشرين الأول، ولم تصل عائدات سندات الخردة القمة حتى نهاية نوفمبر تشرين الثاني.

(٤٥١) كارول فوجل "ليلة كئيبة في كريستي، في المبيعات والأسعار" نيويورك تايمز، السادس من نوفمبر تشرين الثاني، ٢٠٠٨.

(٤٥٢) بدأت ديون الرهون العقارية تهبط في الربع الثاني لعام ٢٠٠٨، وظل يهبط حتى الربع الثالث من عام ٢٠٠٩ (آخر رقم قبل إرسال هذا الكتاب إلى المطبعة).

(٤٥٣) فيما يتعلق بعمليات الإنقاذ الثلاث لسيتي جروب، استثمرت الولايات ٢٥ مليار دولار من رأسمال برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة في سيتي جروب في أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨ وفي نوفمبر تشرين الثاني، قدمت الولايات المتحدة لسيتي الحماية ضد الخسائر التي وصلت إلى نحو ٢٤٩ مليار دولار، وبعد أن احتسبت سيتي ٢٩ مليار دولار الأولى من الخسائر. واستثمرت الحكومة أيضًا المزيد من رأس المال. وأخيرًا في فبراير شباط، ٢٠٠٩، حولت الولايات المتحدة أسهمها التفضيلية في سيتي جروب إلى أسهم عادية، حتى تخفف عن الشركة عبء المدفوعات المقسمة ودعم أسهمها العادية.

(٤٥٤) هانك بولسون، مقابلة مع المؤلف.

(٤٥٥) ارتفعت أصول الاحتياط الاتحادي من ٩٠٠ مليار دولار في سبتمبر أيلول، ٢٠٠٨، إلى أكثر من تريليوني دولار بعد ذلك بعام. اشترى الاحتياط الاتحادي أوراقًا مالية مدعومة بأصول عبر الإمكانية المحددة بأجل لقروض الأوراق المالية المدعومة بأصول التي ابتكرت في نوفمبر تشرين الثاني، ٢٠٠٨ وصلت قيمة الأوراق التجارية إلى قمتها في يناير كانون الثاني، ٢٠٠٩؛ وبعد ذلك تقلصت قيمتها. لكن مخزونها من الرهون العقارية المدعومة بأوراق مالية ظلت تنمو، ووصلت ٨٦٠ مليار دولار بحلول سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩.

(٤٥٦) لأن مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ هو الأوسع استخداماً في قياس أداء أسواق الأسهم فقد تم الاعتماد عليه بصفة عامة في هذا الكتاب (مثل الإشارة إلى أن "الأسهم" انخفضت ١١ في المئة منذ أول أيام السنة الجديدة حتى يوم ٢٠ يناير كانون الثاني). لكن **المستوى المطلق** من الأسهم يوصف بمصطلحات مؤشر داو جونز الصناعي للمستثمرين ومراقبي الأسواق غير النظاميين الذين قد يكونون على دراية برقم واحد في السوق وهو على الأرجح مستوى داو.

(٤٥٧) أوفيس ماركت: كريستينا إس. إن. لويس، "إيجارات المكاتب تنخفض مع زيادة المتاح منها"، **وول ستريت جورنال**، السابع من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٩ معدل فشل البنوك: حتى نهاية ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٩، فشل ١٤٠ بنكاً.

(٤٥٨) المعدل الوطني للتأخر في السداد والقروض عالية المخاطر: رسالة ماجستير في إدارة الأعمال. ذكرت شركة فيرست أمريكان كورلوجيك أن ١٥,٢ مليون من قروض الرهون العقارية كانت قيمتها تفوق قيمة العقار في منتصف العام؛ وذكر موقع Economy.com التابع لشركة موديز أن هذه الفئة من القروض بلغت ١٦ مليون قرض. وفي وقت لاحق من عام ٢٠٠٩، عدلت شركة فيرست أمريكان منهجيتها في إحصاء قروض الرهون العقارية التي تفوق قيمة العقار. وباستخدام منهجيتها الجديدة، ذكرت أن ١٠.٧ مليون من قروض الرهون العقارية فاقت قيمتها قيمة العقار في الربع الثالث.

(٤٥٩) في ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩، أغلقت ستاندرد أند بورز عند ١٠٥٧ نقطة، بانخفاض ٣٢,٥ في المئة عن القمة القياسية التي سجلها وبلغت ١٥٦٥ نقطة في التاسع من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٧.

(٤٦٠) كان حبس الرهون العقارية التي بلغ عددها ٣٤٤ ألفاً في سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩، وهو ثالث أكبر عدد في أي شهر تم رصده.

(٤٦١) "النهاية وشيكة (مرة أخرى)"، الثالث من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٩.

(٤٦٢) إدموند إل. أندروز وديفيد إ. سانجر، "الولايات المتحدة ترى أن دورها في الأعمال يصعب تخفيفه"، **نيويورك تايمز مجازين**، ١٤ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩.

(٤٦٣) الأرقام بعد الحشد مثل تلك التي في العاشر من سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩؛ كارل راسل، "علم العروض"، **نيويورك تايمز**، ١٣ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩.

(٤٦٤) روجر لونشتاين، "أزمة المدخرات الأمريكية"، **نيويورك تايمز مجازين**، ١٤ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٩.

(٤٦٥) بحسب مسح لمكتب إحصاءات العمالة للموظفين غير الزراعيين، كان لدى الولايات المتحدة ١٣٠ مليون و٩٠١ ألف وظيفة في نوفمبر تشرين الثاني، ٢٠٠١، في الشهر التالي على انتهاء ركود فقاعة شركات الإنترنت دوت كوم. وبلغ سجل الموظفين قمته عند ١٣٨١٥٢٠٠٠ موظف، في ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٧ ولم تتحدد نهاية رسمية للركود عندما دفع بهذا الكتاب إلى المطبعة، لكن في منتصف عام ٢٠٠٩، انكمش إجمالي العاملين ليصل إلى ما يزيد قليلاً على ١٣١ مليوناً. ورغم أن هذا أقل قليلا عن المستوى المنخفض لعام ٢٠٠١، يعدل مكتب إحصاءات العمالة أرقامه سنوياً مع جمع المزيد من

المعلومات المستفيضة. وفى أكتوبر تشرين الأول، أعلن أنه يتوقع تقلصًا بنحو ٨٠٠ ألف وظيفة فى الإجمالى الشهرى بين عامى ٢٠٠٧ و٢٠٠٩، وسوف يجعل هذا الرقم الإجمالى من فقد الوظائف أثناء الركود ما يقرب من ثمانية ملايين، أو ٥.٨ فى المئة من الوظائف التى كانت موجودة فى ظل ازدهار الاقتصاد فى ذروته.

الفصل العشرون:

(٤٦٦) لجنة مجلس النواب للمراقبة والإصلاح الحكومى، ٢٣ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٨، جلسة استماع بشأن "الأزمة المالية ودور الجهات التنظيمية الاتحادية".

(٤٦٧) خسرت ميريل ٣٩.٧ مليار دولار بين الربع الثالث من عام ٢٠٠٧، والاستحواذ عليها من بنك أوف أمريكا، فى نهاية ٢٠٠٨، مما ذهب بمبلغ ٣٩.٦ مليار دولار كسبتها منذ عام ١٩٩٦، وتمحو خسائر فانى وفريدى كل أرباحها عبر تاريخها بوصفها شركتين يجرى تداول أوراقهما المالية علنا.

(٤٦٨) ستيفن ميهم، "لماذا تفشل الرأسمالية" **بوسطن جلوب**، ١٣ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩، للمزيد فيما يتعلق بمينسكى وعلاقته بعام ٢٠٠٨، انظر روبرت باربرا، كلفة الرأسمالية: فهم تسويق السوق واستقرار مستقبلنا الاقتصادى (نيويورك: مكجرو – هيل، ٢٠٠٩).

(٤٦٩) "إرهاق السوق"، تقرير خاص، **إيكونوميست**، الثالث من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٩.

(٤٧٠) الأموال التى خصصتها جولدمان للتعويض أثناء الشهور التسعة الأولى من عام ٢٠٠٩، معظمها كان أثناء فترة الركود، عادت إلى مستوى التعويض لعام ٢٠٠٧.

(٤٧١) لفهم كيفية عمل مثل هذه القاعدة، انظر مقالة المؤلف، "الخطيئة الأصلية لتاين تمتد جذورها إلى مدفوعات المدير التنفيذى"، بلومبيرج، ٢٦ يناير كانون الثانى ٢٠٠٩.

(٤٧٢) تضمنت مثل هذه الشركات جولدمان ومورجان ستانلى وكريدى سويس.

(٤٧٣) انظر، على سبيل المثال، جو نوسيرا، حديث الأعمال: مجرد نظرة على روزفيلت فى الإصلاح المالى"، **نيويورك تايمز**، ١٧ يونيو حزيران، ٢٠٠٩.

(٤٧٤) بن برنانكى، كلمة أمام غرفة التجارة لأوستين الكبرى، أوستين، تكساس، الأول من ديسمبر كانون الأول ٢٠٠٨.

(٤٧٥) ديفيد موس، مدرسة هارفارد للأعمال، أوصى بتثبيط البنوك من أن تصبح أكبر من أن تفشل.

(٤٧٦) مايكل مكى وسكوت لانمان، "يقول جرينسبان إنه يجب على الولايات المتحدة أن تفكر فى القضاء على البنوك الكبيرة"، بلومبيرج، ١٥ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٩.

(٤٧٧) فى جلسته للتأكيد فى الثالث من ديسمبر كانون الأول، ٢٠٠٩، أخبر برنانكى لجنة مجلس الشيوخ المصرفية، "لم أتوقع أزمة بمثل هذا الحجم".

(٤٧٨) من ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٧ إلى ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩، تقلصت الرافعة المالية من ١٨,٦ إلى ١٣,٥: وفى جولدمان من ٢٦,٨ إلى ١٣,٦، وفى مورجان ستانلى من ٣٣,٩ إلى ١٤,٨.

(٤٧٩) جيمس سوروويكى، "الصفحة المالية: لماذا تبقى البنوك كبيرة"، **نيويوركر**، الثانى من نوفمبر تشرين الثانى، ٢٠٠٩البنوك هى بنك أوف أمريكا وسيتى جروب وجيه. بى. مورجان تشيس، وويلز فارجو.

(٤٨٠) مات أوبوزو ودانيل واجنر، "جايتنر يخصص وقتا للحديث مع مصرفى وول ستريت"، أسوشيتدبرس. ذكرت القصة التى نشرت فى الثامن من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٩، فى **بوسطن جلوب** أن ٨٠ من مثل هذه الاتصالات تم فى الشهور الأولى لجايتنر.

(٤٨١) "كتب كينيز هى كتاب بيتر كلارك، **كينيز: قيام وانهيار وعودة أكثر اقتصادى القرن العشرين نفوذًا** (نيويورك: بلومزبيرى، ٢٠٠٩)؛ وكتاب روبرت سكيديلسكاى، **كينيز: عودة الريان** (نيويورك: بابليك أفيرز، ٢٠٠٩)؛ وكتاب بول ديفيدسون، حل كينز: الطريق إلى الرخاء الاقتصادى العولى (نيويورك: بالجريف مكميليان، ٢٠٠٩).

(٤٨٢) العجز فى ميزانية مجموعة العشرين: "التوازن الدقيق"، تقرير خاص، باكونوميست، الثالث من أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٩ العجز فى الميزانية الأمريكية هو للعام الذى ينتهى فى ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩. رودريجيث، إف. بى. إيه "خطاب للعميل"، ٢٧ يناير كانون الثانى، ٢٠٠٩.

(٤٨٣) انظر محمد العريان، كبير المديرين التنفيذيين لبى. أى . إم. سى. أو.، "منظور علماني: حالة سوية جديدة"، مايو أيار ٢٠٠٩.

(٤٨٤) لجنة مجلس النواب لخدمات المالية والمصرفية، جلسة استماع بشأن "قانون تحسين مراقبة المشتقات المالية لعام ١٩٩٨"، ٢٤ يوليو تموز، ١٩٩٨.

(٤٨٥) جيف سومر، "فى هذا الصراع الذى استمر عشر سنوات تقدمت السندات بميل" **نيويورك تايمز**، ٢٥ أكتوبر تشرين الأول، ٢٠٠٩. البيانات عن الفترة حتى سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩.

(٤٨٦) فلويد نوريس، "للجم المدفوعات، ولجم وول ستريت"، **نيويورك تايمز**، ٣٠ أكتوبر تشرين الأول ٢٠٠٩.

(٤٨٧) كلمة برنانكى فى مدرسة لندن للاقتصاد فى ١٣ يناير كانون الثانى، ٢٠٠٩، على سبيل المثال، أشارت إلى "الازدهار" أربع مرات (ثلاث مرات تحديدًا "ازدهار الائتمان"). ولم يذكر كلمة "فقاعة".

(٤٨٨) ليبر/طومسون رويترز. العائدات من ٣٠ سبتمبر أيلول، ١٩٨٤ حتى ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩. كان إف. بى. إيه.كابيتال واحداً من ٢١٦ صندوقًا للأسهم المتنوعة لها سجل عمره ٢٥ عامًا. بدأ رودريجيث إدارة الصندوق قبل فترة قليلة فى الأول من يوليو تموز، ١٩٨٤ وبدءًا من ذاك التاريخ حتى ٣٠ سبتمبر أيلول، ٢٠٠٩، سجلت عائدات إف. بى. إيه. كابيتال ١٤,٩٥ فى المئة فى العام، مقارنة مع ١٠,٦٦ لستاندرد آند بورز.

مسرد المصطلحات

Great Depression	الكساد الكبير
Adjustable-rate mortgages (ARMs)	الرهون العقارية القابلة فوائدها للتعديل
Collateralized Mortgage Obligation (CMO)	التزامات الرهون العقارية المكفولة بضمان
Super-senior securities	الأوراق المالية ذات الأولية فى السداد
Alt-A loans option	خيار القروض البديلة من الفئة إيه.
Subprime	الرهون العقارية عالية المخاطر
Underwater Mortgage	الرهون العقارية التى تقل قيمتها عن قيمة القرض التى اشتريت به ويصعب على مالكها تسديده.
Teaser Rate	معدل فائدة أولى ترويجى لقروض الرهون العقارية يجتذب به المقرض الساعين إلى امتلاك منازل
On Margin	هى طريقة يمول فيها الوسيط جزءاً من سعر شراء الزبون للورقة المالية والباقى يدفعه الزبون وتبقى الورقة مع الوسيط ضماناً.

Collateralized Debt Obligations (CDOs)	التزامات الدين المكفولة بضمان
Structured Investment Vehicles (SIV)	أدوات الاستثمار المهيكل
Libor (London Interbank Offered Rate)	معيار لما تدفعه البنوك فى لندن فى قروض مدتها ٣٠ يومًا
Treasury Eurodollar spread (TED)	الفرق بين سعر الفائدة على القروض بين البنوك الأوروبيـــة وعلى ديون الحكومـــة الأمـريكيـة قـصـيـرة الأمـد (أذون الخـزانة الأمريكية)
Main Street	الشارع التجارى تمييزًا له عن وول ستريت
New Deal	الصفقة الجديدة (برامج اقتصادية دشنها الرئيس الأمـريكى فـرانكلين روزفـيلت فى مطلع ثلاثينيات القرن الماضى)
Troubled Asset Relief Program (TARP)	برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة
Securitization.	التوريق (تحويل القروض إلى أوراق مالية)
Piggyback Loan	قرض معزز مساند
Great Recession	الركود الكبير

Shorting	البيع على المكشوف
Exposure	انكشاف على الخسائر
Government-Sponsored Enterprise (GSE)	الشركات التى ترعاها الحكومة
Listing Rule	قاعدة الإدراج فى مصلحة الخدمات المالية فى بريطانيا (التى تناظرها لجنة البورصة والأوراق المالية فى الولايات المتحدة) وتقضى بألا يستطيع بنك ضمان بنك آخر دون تصويت حملة أسهم الجهة البريطانية المستحوذة.
"No Income, No Asset" Loan (NINA)	قرض بلا توثيق للدخل أو الأصول
Sweetheart Mortgages	قروض رهون عقارية يتم الحصول عليها بالمحاباة
Discount Window	إدارة الخصم فى الاحتياط الاتحادى الأمريكى
Y2K (Year 2000 Problem)	مشكلة الصفر فى الكمبيوتر لعام ٢٠٠٠
Credit Default Swaps	مقايضات عجز الائتمان
Foreclosure	حبس الرهن العقارى

المؤلف فى سطور:

روجر لونشتاين (١٩٥٥-   )

هو مؤلف لأربعة كتب سابقة، قام بالتغطية الصحفية لوول ستريت جورنال لأكثر من عقد من الزمن. وهو كاتب مشارك حاليا فى مجلة نيويورك تايمز ومطبوعات أخرى وكاتب عمود لبلومبيرج. يعيش فى نيوتون بولاية ماساشوستس.

من مؤلفاته:

- بينما تشيخ أمريكا: كيف دمرت ديون المعاشات جنرال موتور وأوقفت قطارات الإنفاق فى مدينة نيويورك وأفلست سان دييجو وجعلت شبح الأزمة المالية التالية يلوح فى الأفق .
- أصل الانهيار: الفقاعة الكبيرة وانفثاؤها.
- عندما فشل العباقرة: صعود وسقوط صندوق لونج - تيرم كابيتال مانجمنت.
- باقيت: صناعة رأسمالى أمريكى.

المترجم فى سطور:

محمد حرفوش

حاصل على بكالوريوس الإعلام، قسم الصحافة، جامعة القاهرة، عام ١٩٩٧.

يعمل حاليًا محررًا مترجمًا فى صحيفة الاتحاد الإماراتية منذ ٢٠١٣.

عمل محررًا مترجما فى القسم العربى بوكالة رويترز للأنباء فى القاهرة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٩.

يعمل محررًا مترجما فى القسم العربى بوكالة الأسوشيتدبرس.

ترجم للمركز القومى للترجمة كتاب "سلطة الاتصال".

نشر له كتاب "الرئاسة الأمريكية" عن دار الشروق، عام ٢٠١١.

له قيد النشر لدى دار الشروق أيضًا كتابا "مكمافيا" و"حقوق الحيوان".

حاصل على دبلوم دراسات عليا فى الصحافة، جامعة كونكورديا الكندية، مونتريال، عام ٢٠١٢.

التصحيح اللغوى: حسن شعبان
الإشـراف الفنـى: حسن كامل